



---

# TRABAJO FIN DE MÁSTER

---

## GESTIÓN ESTRATÉGICA DEL RIESGO



MIKEL PASKUAL OLASKOAGA

SUPERVISORES: TOMÁS REYES Y ROBERTO VASSOLO



PONTIFICIA  
UNIVERSIDAD  
CATÓLICA  
DE CHILE

13 DE JULIO DE 2018



## **Agradecimientos**

Terminada la redacción del Trabajo de Fin de Máster llega el momento de hacer una pequeña valoración.

En primer lugar me gustaría dar las gracias a mis padres, por haber permitido que yo pueda estudiar un máster en Ingeniería Industrial económica y anímicamente.

Segundo, quiero dar las gracias a quien ha sido uno de los faros de este trabajo, Tomás Reyes me brindó la oportunidad de llevar a cabo este proyecto permitiéndome de esta manera optar al título de Ingeniero Industrial. Muchas gracias Tomás. Además quisiera agradecer todos los consejos y ayuda que me ha ofrecido a lo largo de estos meses, siento que siempre he tenido ese apoyo y eso es de agradecer.

En tercer lugar debo acordarme de quien ha sido el segundo faro de este proyecto, Roberto Vassolo, gracias a su conocimiento en estrategia, sus papers y sus grandes consejos todo fue más fácil., muchas gracias Roberto.

También quisiera dar las gracias a todo el personal del edificio Decano Raúl Deves Facultad de Ingeniería Industrial, gracias a ellos he tenido un lugar de trabajo excelente y todas la facilidades que he necesitado para llevar a cabo mi trabajo.

Finalmente quisiera acordarme de mi segunda familia, la familia Pecera, ellos me han animado cuando las cosas no iban como me hubiese gustado y han hecho que mis descansos fueran más amenos. Sin embargo por lo que ralmente me encuentro agradecido es por haberme permitido disfrutar tanto de estos meses en Chile, los cuales han sido increíbles, muchas gracias.



## Resumen

El presente trabajo está completado por ocho puntos principales los cuales están divididos en cuatro capítulos de estrategia y en cuatro capítulos de finanzas. Esta distribución permite estructurar el presente texto en capítulos individuales de estrategia que van seguidos cada uno de ellos por su correspondiente capítulo de finanzas. Con esto se tiene como objetivo entender y analizar lo que se menciona en los capítulos de estrategia desde el punto de vista de los indicadores financieros y así cumplir con el objetivo del presente trabajo el cual es unir estrategia y finanzas para explicar el ciclo de vida de una industria y sus desafíos.

El hilo conductor es la vida natural que tiene una industria, sin embargo se ha decidido ordenarlo de manera inversa para facilitar la comprensión del lector. De esta manera se comienza con una visión global y posteriormente se abordan las etapas de madurez, desarrollo e innovación. Quedando así en resumen:

1. Comenzando con el primer capítulo de estrategia se habla sobre la relación entre tecnología y negocio. Se mencionan también algunos de los principales riesgos de los negocios.
2. En este primer capítulo de finanzas se le introduce al lector todo lo que necesario para comprender los capítulos venideros de estrategia, puede decirse que este es un capítulo de carácter académico.
3. Prosiguiendo con el tercer capítulo del trabajo, se habla en este de la industria madura y los posicionamientos en la misma desde un punto de vista estratégico.
4. En el cuarto bloque, espejo del tercero, se ratifica lo mencionado en el anterior haciendo uso de los estados financieros.
5. En quinto lugar se encuentra el capítulo de estrategia en el que se habla de la etapa de desarrollo de las industrias.
6. El sexto es el capítulo referente al quinto, en este se continúa con el mismo procedimiento y se reflejan en este mediante ratios e indicadores lo explicado en el quinto capítulo.
7. Para terminar con los capítulos de estrategia se habla en este sobre los modelos de negocio y las maneras de innovar a partir de ellos, generando así una nueva industria o una nueva propuesta de valor.

8. Finalmente en el octavo capítulo se toma una industria disruptiva y se analiza esta desde el punto de vista financiero.

# Contenido

Agradecimientos .....	3
Resumen .....	5
1   Objetivos y estado del Arte .....	14
2   Un modelo de evolución competitiva.....	15
2.1   Introducción:.....	15
2.2   La Innovación Tecnológica: .....	15
2.3   Convertir la Tecnología en Negocio: .....	18
2.4   Las Distintas Etapas de la Demanda: .....	20
2.5   Dinámica Competitiva: .....	22
2.6   Los Riesgos Principales de los Negocios: .....	25
2.6.1   Ciclo de Vida de la Industria: .....	25
2.6.2   Momento de Entrada en la Industria .....	26
2.6.3   Indicadores Financieros.....	26
2.6.4   El riesgo según Ernst & Young .....	26
2.7   Conclusión:.....	28
2.8   Anexo .....	29
3   Los indicadores financieros como espejo de la estrategia y sus riesgos .....	30
3.1   Introducción .....	30
3.2   Introducción a Los Estados Financieros .....	30
3.2.1   Objetivos e historia de los estados financieros .....	30
3.2.2   Balance de Situación: .....	31
3.2.3   Cuenta de Resultados .....	34
3.2.4   Estado de Flujos de Caja.....	36
3.3   Indicadores de Liquidez Financiera .....	39
3.3.1   Liquidez .....	41
3.3.2   Acidez.....	42

3.3.3	Solvencia.....	42
3.3.4	Ratio de efectivo o tesorería .....	43
3.4	Indicadores de Apalancamiento Financiero .....	43
3.4.1	Apalancamiento Financiero .....	43
3.5	Indicadores de Rentabilidad Financiera .....	45
3.5.1	ROA (Rturn on Assets) .....	45
3.5.2	ROE (Return on Equity).....	46
3.6	Indicadores de Gestión Financiera .....	47
3.6.1	Rotación de inventario.....	47
3.6.2	Rotación de activos .....	47
3.6.3	Días en cuentas por cobrar.....	47
3.6.4	Días en cuentas por pagar.....	48
3.7	Indicadores de riesgo .....	48
3.7.1	Z-Score de Altman.....	48
3.8	Enterprise Value (Valor de la Empresa).....	49
3.9	Conclusión.....	49
3.10	Anexo .....	50
4	El posicionamiento estratégico en una industria madura .....	52
4.1	Introducción.....	52
4.2	Una Industria Madura .....	52
4.2.1	Los precios se vuelven muy estables .....	52
4.2.2	Las cuotas de mercado son muy estables .....	53
4.2.3	Las ventas crecen de manera muy lenta .....	54
4.3	Desarrollo del Liderazgo en Diferenciación.....	55
4.3.1	Ejemplos.....	56
4.4	Desarrollo del Liderazgo en Costos .....	56
4.4.1	Ventajas y desventajas de la estrategia de Liderazgo en Costos.....	57



4.4.2	Ejemplo .....	58
4.5	Las Estrategias de Nicho .....	58
4.5.1	Características de un Nicho .....	58
4.5.2	Ciclo de vida de un Nicho .....	59
4.5.3	Ejemplos.....	59
4.6	Los Riesgos en el Posicionamiento – <i>Stuck in the Middle</i> .....	60
4.7	Conclusión.....	61
5	Del posicionamiento a los indicadores financieros .....	62
5.1	Introducción .....	62
5.2	Dos modelos diferentes según margen y rotación .....	62
5.2.1	Modelos de Alto Margen y Baja Rotación .....	63
5.2.2	Modelos de Alta Rotación y Bajo Margen .....	66
5.3	Modelos de Nicho .....	68
5.3.2	Conclusión del posicionamiento en mercados maduros .....	69
5.4	El riesgo en una industria madura .....	70
5.4.1	Tamaño y crecimiento .....	71
5.4.2	Análisis de DuPont .....	74
5.4.3	Riesgo e incertidumbre.....	77
5.5	Conclusión.....	82
6	La construcción de mecanismos de aislación competitiva .....	83
6.1	Introducción .....	83
6.2	Los Mecanismos de Oferta .....	83
6.2.1	Costes hundidos.....	83
6.2.2	Network .....	84
6.2.3	Economías de escala .....	84
6.2.4	Aprendizaje .....	84
6.3	Los Mecanismos de Demanda.....	85

6.3.1	Costes de cambio .....	85
6.3.2	Network .....	85
6.3.3	Inercia de consumidores debido a la incertidumbre .....	85
6.3.4	Inercia de consumidores debido al hábito .....	86
6.4	Online retail como industria en desarrollo .....	86
6.5	Two-side Competition .....	87
6.6	Conclusión.....	88
7	La mirada financiera a la flexibilidad estratégica .....	89
7.1	Introducción .....	89
7.2	Un mercado en desarrollo.....	90
7.2.1	Tamaño y crecimiento .....	90
7.2.2	Riesgo e incertidumbre.....	92
7.2.3	Rotación y eficiencia.....	94
7.3	Conclusión.....	96
8	La innovación radical al modelo de negocios.....	98
8.1	Introducción.....	98
8.2	Generación y Captura de Valor.....	98
8.3	Business Model Canvas .....	99
8.3.1	Modelo de Industria .....	100
8.3.2	Modelo de ingresos .....	100
8.3.3	Modelo de empresa .....	100
8.3.4	Curva de Valor.....	100
8.4	Descubrir un Océano Azul .....	101
8.5	La nueva propuesta de valor de Tesla Inc. ....	102
8.5.1	Coches rápidos y potentes .....	103
8.5.2	Estéticamente atractivos.....	103
8.5.3	Motores sin mantenimiento periódico .....	103

8.5.4	Especialización en el segmento de los vehículos puramente eléctricos....	103
8.5.5	Distribución directa sin concesionarios .....	104
8.5.6	Autonomía .....	104
8.5.7	Equipamiento.....	104
8.5.8	Respetuoso con el medio ambiente.....	104
8.5.9	Precio competitivo .....	104
8.6	Conclusión.....	104
9	Fuentes y estructuras de financiamiento.....	106
9.1	Introducción.....	106
9.2	Una industria naciente .....	106
9.2.1	Tamaño y crecimiento .....	108
9.2.2	Investigación y desarrollo .....	110
9.2.3	Riesgo e incertidumbre.....	111
9.2.4	Rentabilidad .....	112
9.3	Conclusión.....	113
10	Bibliografía .....	115

Figura1 Willingness-to-pay map.....	17
Figura 2 Curva exponencial de la sociedad .....	20
Figura 3 Curva S de la tecnología.....	21
Figura 4 Capitalización de mercado: Tesla vs General Motors .....	22
Figura 5 Mercado de industria aleatoria.....	24
Figura 6 Capitalización de mercado Starbucks .....	25
Figura 7 EY los 10 principales riesgos de los negocios.....	27
Figura 8 Estructura del Balance de Situación .....	32
Figura 9 Balance de Situación CAF .....	33
Figura 10 Balance de Situación Atresmedia Corporación de Medios de Comunicación S.A. .....	34
Figura 11 Cuentas de Resultados de Urbaser SA y Abengoa SA .....	36
Figura 12 Estado de Flujos de Efectivo eDreams .....	37
Figura 13 Flujos de Efectivo Tesla .....	38
Figura 14 Balance de Situación Starbucks USA en 2017.....	40
Figura 15 Cuenta de Resultados Starbucks USA 2017 .....	41
Figura 16 Balance de Situación Alphabet (Google).....	50
Figura 17Cuetna de Resultados Alphabet (Google).....	50
Figura 18 Balance de Situación BBVA.....	51
Figura 19 Cuenta de Resultados BBVA .....	51
Figura 20 Precio de Coca-Cola en diferentes años en dólares americanos por litro a valores corrientes .....	53
Figura 21 Cuota de mercado de Coca-Cola Company y PepsiCo Inc. ....	54
Figura 22 Ventas en millones de \$.....	55
Figura 23 Ciclo de Vida nicho de mercado actual .....	59
Figura 24 Análisis DuPont y margen bruto sobre ventas de Tommy Hilfiger .....	64
Figura 25 Análisis DuPont y margen bruto sobre ventas de Ralph Lauren.....	65
Figura 26 Análisis de DuPont H&M.....	67
Figura 27 Análisis de DuPont y margen bruto sobre ventas para Quicksilver .....	68
Figura 28 Ventas H&M, Ralph Lauren y Quicksilver .....	70
Figura 29 Venta de vehículos en Estados Unidos en millones de unidades.....	71
Figura 30 Tamaño y crecimiento Toyota Motor en billones de dólares.....	72
Figura 31 Tamaño y crecimiento de General Motors en billones de dólares .....	73
Figura 32 Tamaño y crecimiento par Ford Motors en billones de dólares .....	73

Figura 33 Análisis de DuPont para Toyota Motor.....	75
Figura 34 Análisis de Dupont General Motors.....	76
Figura 35 Análisis de DuPont Ford Motors.....	77
Figura 36 Z score y resultado del ejercicio (billones de dólares) para Toyota .....	78
Figura 37 Z score y resultado del ejercicio (billones de dólares) para General Motors.....	79
Figura 38 Z score y resultado del ejercicio (billones de dólares) para Ford Motor .....	80
Figura 39 Marketing sobre ventas.....	81
Figura 40 Ventas en billones de dólares en Estado Unidos .....	81
Figura 41 Tamaño y crecimiento en billones de dólares General Motors .....	90
Figura 42 Tamaño y crecimiento en billones de dólares Ford Motors .....	91
Figura 43 Z score y resultado del ejercicio (billones de dólares) para General Motors.....	93
Figura 44 Z score y resultado del ejercicio (billones de dólares) para Ford Motors .....	93
Figura 45 Eficiencia y rotación para General Motors.....	95
Figura 46 Eficiencia y rotación para Ford Motors .....	95
Figura 47 Business Model Canvas.....	99
Figura 48 Lienzo estratégico Cirque du Soleil.....	101
Figura 49 Propuesta de valor: Ringling Brothers vs Cirque du Soleil .....	102
Figura 50 Capitalización de mercado en billones de dólares estadounidenses .....	108
Figura 51 Tamaño y crecimiento de Tesla en billones de dólares estadounidenses .....	109
Figura 52 Gastos de Tesla en billones de dólares estadounidenses.....	110
Figura 53 Gastos de I+D sobre ventas.....	111
Figura 54 Z-score y resultado del ejercicio en billones de dólares estadounidenses para Tesla.....	112
Figura 55 Análisis de DuPont y ROA para Tesla.....	113

## **1 Objetivos y estado del Arte**

La gestión del riesgo es una herramienta fundamental para proteger los activos e intereses de las empresas, garantizando el cumplimiento de sus objetivos estratégicos y financieros.

Se prevé con este trabajo dar una visión integral, incorporando la estrategia y las finanzas, a la gestión del riesgo empresarial. Se emplearán herramientas fundamentales para analizar y confrontar situaciones estratégicas de riesgo, con un enfoque en decisiones gerenciales que impactan a todos los niveles y dimensiones de la empresa.

Se revisarán en el presente trabajo temas relacionados con la evolución competitiva, el posicionamiento y los mecanismos de aislación competitiva, basándose en el análisis de información financiera para diagnosticar la situación de la empresa o industria en cuestión. De la misma manera también evaluar la formulación e implementación de las estrategias, y gestionar de manera efectiva los riesgos que amenazan el valor de la firma.

Concretando lo redactado en este punto, los objetivos del presente trabajo son los siguientes:

- Profundizar en los modelos que explican el comportamiento del contexto en el cual se desenvuelve la actividad empresarial, con énfasis en su relación con los indicadores financieros.
- Entender y analizar distintas herramientas para evaluar un modelo de negocio, la posición competitiva, las implicaciones en el portafolio de negocios y sus riesgos estratégicos.
- Identificar y analizar las relaciones características entre las diferentes estrategias de negocio, sus riesgos de implementación y los indicadores financieros de una empresa.
- Aplicar los contenidos a una industria real, diagnosticando la situación de una empresa, en base a sus indicadores financieros, y formulando iniciativas estratégicas sustentables.

## **2 Un modelo de evolución competitiva**

### **2.1 Introducción:**

En este primer bloque sobre estrategia se identificarán las características de una industria en función de su etapa de vida. Veremos cómo las presiones competitivas son bajas en un principio, crecen en la fase de desarrollo y la evolución termina en una fase de madurez. Con el objeto de ilustrar esto se verán diferentes ejemplos de empresas que han pasado por estas fases.

La historia de la evolución de una industria empieza con un proceso de innovación radical. Por eso, en primer lugar se definirá lo que es la innovación tecnológica y se aclararán varios conceptos que la engloban.

En segundo lugar se pasará a explicar cómo se pasa de la tecnología a los negocios, y cuáles son los tipos de transferencia tecnológica que permiten construir puentes entre desarrolladores de tecnología y comercializadores de la misma. Además se verá un ejemplo de transferencia tecnológica.

Posteriormente hablaremos de las distintas etapas de la demanda y de la dinámica competitiva, apoyándose también en esta parte en ejemplos actuales.

Finalmente se terminará este capítulo hablando de los riesgos que existen en todos los negocios, y como estas han cambiado en los últimos años.

### **2.2 La Innovación Tecnológica:**

En primer lugar se deben definir tres conceptos que tienden a ser confusos y pueden llevar al lector a interiorizar una idea equivocada de lo que se quiere relatar. Estos tres conceptos son claves para comprender la innovación tecnológica y serán recurrentes a lo largo de este texto es por este motivo que resulta interesante tener presentes sus definiciones para así evitar equívocos. Se trata de distinguir innovación, invención y creatividad.

**Innovación:** la conversión exitosa de nuevas ideas y conocimiento en nuevos productos, servicios o procesos que generan nuevo valor para el consumidor en el mercado. (American Society for Quality - ASQ)

Esta definición captura una idea crucial que caracteriza a la innovación, no solo se trata de aplicar nuevas ideas y conocimiento, sino que se trata de explotarlos comercialmente de manera exitosa. Esto hace más fácil de entender la diferencia con el siguiente concepto que es la invención.

**Invención:** Es el resultado o culminación de un proceso de investigación. Es la generación de nuevas ideas y conocimiento mediante diferentes fuentes y técnicas.

**Creatividad (proceso):** es el proceso que culmina con la invención, es el camino recorrido hasta la invención.

Una vez vistos estos conceptos se pasa a profundizar un poco más en el concepto de innovación, distinguiendo dentro de este mismo dos tipos fundamentales de innovación a los cuales se les hará referencia en repetidas ocasiones a lo largo de este texto: innovación de producto e innovación de proceso.

**Innovación de Producto:** se distinguen tres dimensiones del producto, la *dimensión intrínseca*, la *dimensión perceptual* y la *dimensión extrínseca*.

- *Dimensión intrínseca:* son las características representadas en el producto tales como dimensiones, calidad de acabados, fiabilidad, diseño...etc.
- *Dimensión perceptual:* características no representadas en el producto en el sentido físico (material), pero sin embargo si están unidos al producto en concepto de branding y publicidad.
- *Dimensión extrínseca:* son características relacionadas con la medida de la calidad del servicio ofrecido a la vez con el producto; incluye envío, servicio técnico, servicio post-compra y una variedad de complementos indirectos.

Con el marco de las dimensiones del producto se pueden distinguir diferentes tipos de innovación de producto. Además toda innovación puede ser *horizontal* o *vertical*:

- *Innovación horizontal:* dos productos son horizontalmente diferentes cuando no es posible situar a uno por encima del otro (ninguno de los dos es superior al otro) pero son notablemente diferentes.
- *Innovación vertical:* esto se da cuando uno de los dos productos es superior, está por encima del otro. Ejemplo: dos teléfonos móviles idénticos pero con diferente memoria RAM.



Profundizando un poco más en innovación de producto vayamos a ver cómo se innova en producto, qué criterios se emplean y con qué objetivos.

En innovación de producto es muy habitual emplear mapas de “disposición a pagar” (Willingness-to-pay map, Figura1) como parte de los criterios de innovación. En estos mapas se sitúa el precio en el eje de las ordenadas y la calidad en el eje de las abscisas. La curva de “disposición a pagar” acostumbra tener una forma logarítmica de manera que los productos con una buena relación calidad-precio tienden a entrar más fácilmente en el umbral de productos demandados.

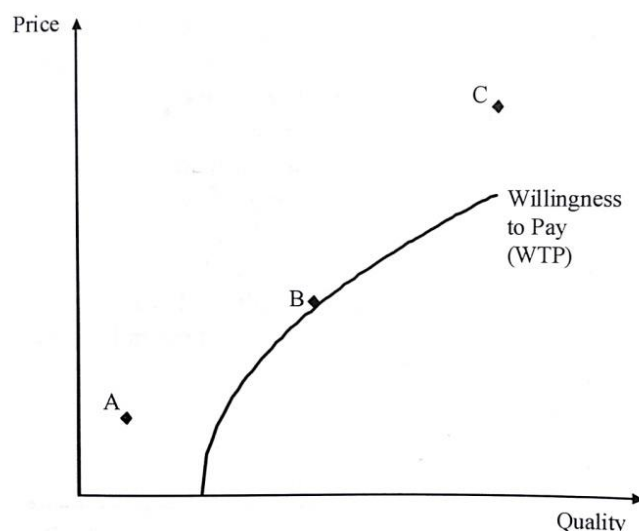


Figura1 Willingness-to-pay map

**Innovación de Proceso:** es lo que cambia cómo un producto se fabrica, sin cambiar el producto en sí, a excepción del precio que tiene a reducirse a medida que se innova en los procesos de fabricación. Una buena manera de ver los efectos de la innovación de procesos es mirar a lo que sucede cuando esto se da con los costes de producción. Por ese motivo se considerarán cuatro tipos diferentes de innovaciones de proceso:

- Reducción en costes fijos, sin cambio en costes marginales<sup>1</sup>: podría deberse a la reducción del coste de una pieza del producto a fabricar.
- Reducción de costes marginales, sin cambio en costes fijos: puede darse como el aumento de eficiencia en términos de transformación de materia prima en producto

---

<sup>1</sup>**Coste marginal:** el incremento que sufre el coste total cuando se aumenta la producción de una unidad. Matemáticamente es la derivada de la función de coste total respecto a la cantidad producida.

terminado. Esto supone que una reducción de la fracción de costes variable dentro de los costes totales.

- Reducción en costes marginales acompañado de un incremento en costes fijos: es una característica clásica de muchas innovaciones de proceso e las que se pasa de un proceso de mano de obra intensiva<sup>2</sup> a un proceso de capital intensivo<sup>3</sup>, esto lleva a alcanzar una mayor economía de escala.
- Reducción en coste marginal de un modelo adicional: genera economías de gama<sup>4</sup> en vez de economías de escala<sup>5</sup>, consiste en reducción del coste marginal por medio de la producción de variedad adicional de productos.

## 2.3 Convertir la Tecnología en Negocio:

Para la exitosa transformación de la tecnología en negocio (innovación) es crucial la existencia de feedback continuo y de calidad entre las entidades creativas e inventivas y las empresas, que son en definitiva las que se encuentran inmersas en el mercado y las que mejor lo conocen.

Aquí es clave entender el concepto de Transferencia Tecnológica<sup>6</sup>, que puede darse desde universidades a empresas, desde países desarrollados a países subdesarrollados y entre empresas (incluso competidoras) que desarrollan innovaciones tecnológicas en conjunto.

La transferencia tecnológica puede ser promovida por gobiernos e instituciones facilitando así la accesibilidad de los avances científicos y tecnológicos. En este contexto es donde se forma el marco conceptual de las tres hélices, las cuales son: gobierno, universidad y empresa.

Un ejemplo es el gobierno británico, quien de la mano del ministro Lord Drayson en 2009 inició una campaña para centrar las investigaciones de las universidades y centros de investigación en proyectos que beneficiarían la economía del país y así evitar el “blue

---

<sup>2</sup>**Proceso de mano de obra intensiva:** es un proceso que requiere de un volumen muy grande de operarios para llevar a cabo las tareas de fabricación.

<sup>3</sup>**Proceso de capital intensivo:** es un proceso que requiere de un gran capital para llevarse a cabo, es necesaria una gran inversión para desarrollar la tarea o proyecto en cuestión.

<sup>4</sup>**Economía de gama:** consiste en incrementar el número de productos ofrecidos (maracas y/o modelos) y en usar los medios masivos de comunicación para llegar al cliente beneficiándose de una mayor dilución de costos.

<sup>5</sup>**Economía de escala:** dilución de costos por aumento de la producción de un producto.

<sup>6</sup>**Transferencia Tecnológica:** trasladar conocimiento tecnológico de la institución que la genera y desarrolla a la que lo comercializa. Existen múltiples tipos dependiendo del origen y el destinatario.

skies research”<sup>7</sup>. De esta manera se quería acercar más las universidades y las empresas.

Finalmente los principales beneficios de la transferencia tecnológica son los siguientes: mejora la competitividad, las empresas reducen riesgos y costes de nuevos productos, es un multiplicador de recursos, mejora el retorno de inversión pública en I+D, maximiza el retorno de inversión en tecnología y promueve el desarrollo de programas/proyectos conjuntos.

Haciendo ahora hincapié en los acuerdos entre empresas para la colaboración, se las llama a estas formaciones: Alianzas Tecnológicas<sup>8</sup>. Estas alianzas existen de diversos tipos, pasaremos a explicar aquí los más significativos:

- *Fusión*: combinación o adquisición de otras compañías o activos.
- *Franquicia*: cesión de derechos de uso de determinado nombre o de marca del franquiciador al franquiciado.
- *Joint-Venture*: es la forma más completa de acuerdo, implica un acuerdo comercial de inversión conjunta a largo plazo. Con una unión formalizada entre las partes y compartiendo información sensible entre ellas.
- *Acuerdos de cooperación*: acuerdo entre las partes para adaptar o desarrollar una nueva tecnología para una nueva aplicación o un nuevo sector.
- *Corporate Venture Capital (CVC)*: es una alianza de fondos de capital que tiene como objetivo iniciar empresas con un gran potencial de crecimiento.
- *Acuerdos de licencia*: transferencia de ciertos derecho del desarrollador de una tecnología (know-how) a otra parte a cambio de regalías.

Se muestran a continuación algunos ejemplos de los tipos de alianzas explicados anteriormente:

Comenzamos con el caso de S-LCD, el cual fue una *Joint Venture* creada en 2004 con participación de Samsung Electronics Co. (51%) y Sony Corporation (49%) con los objetivos de compartir riesgos motivado por ciclos de vida cortos de los productos (tecnología para televisiones), persecución de economías de escala y compartir la

---

<sup>7</sup>**Blue skies research**: investigaciones científicas que no tienen una aplicación directa e inmediata en el mercado.

<sup>8</sup>**Alianza Tecnológica**: es un conjunto de acuerdos por los que dos o más socios comparten el compromiso de alcanzar un objetivo común, poniendo en común sus recursos y coordinando sus actividades.

elevada inversión que suponía el desarrollo de la tecnología LCD para las nuevas televisiones a comercializar. La consecuencia de esto fue que la tecnología LCD se impuso claramente en el mercado de las televisiones. Sin embargo Sony y Samsung se reservaron el derecho de comercializar dicha tecnología de manera independiente y en esta batalla de mercado Samsung salió vencedora obteniendo una mayor cuota de mercado y llegando a ser líder de ventas en la industria de las televisiones de pantalla plana.

## 2.4 Las Distintas Etapas de la Demanda:

Todo producto o servicio tiene una vida limitada y es por este motivo que toda organización o empresa debe adaptarse a estos cambios. Las necesidades de los consumidores van cambiando bien por la aparición de nuevas tecnologías disruptivas bien porque la tecnología actual llega a una situación de declive. Sin embargo el motivo principal por la que toda empresa debe innovar es porque innovar genera beneficios y ventajas competitivas, haciendo de la empresa en cuestión un jugador más poderoso en el mercado. Con el ratio “Return on Innovation Investment” se puede medir los beneficios generados por inversión en innovación. Este ratio también sirve para ver cuán eficiente es el departamento de I+D+i de una compañía.

Ampliando ahora la perspectiva y mirando la curva exponencial de la sociedad como un todo (Figura 2), esta se encuentra formada por varias curvas S que reflejan muchas tecnologías muy diferentes. Las empresas diseñan su modelo de negocio en referencia a

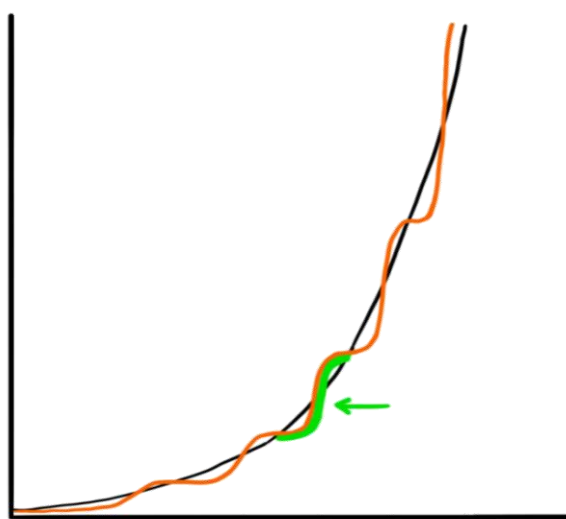


Figura 2 Curva exponencial de la sociedad

una S particular (una sola tecnología). En esa coyuntura puede aparecer una tecnología disruptiva, una nueva curva S que sea más atractiva y más eficiente a la hora de satisfacer las necesidades del consumidor.

La Curva S fue creada por Richard N. Foster en 1987. En esta curva se grafica la relación entre desempeño y el tiempo. Así se puede ver la evolución de la tecnología

en el tiempo, donde a medida que aumenta su nivel de madurez hay que hacer mayores esfuerzos para aumentar el rendimiento esperado de la tecnología. La curva S (Figura 3) se divide en cuatro etapas que conforman el Ciclo de Vida: emergencia, crecimiento temprano, crecimiento tardío y declive.

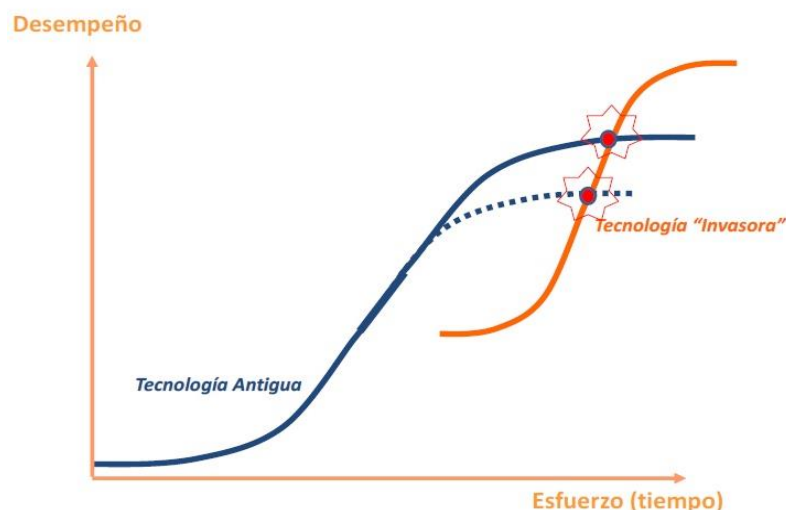


Figura 3 Curva S de la tecnología

Fijándonos ahora en la industria de la automoción, la cual es una industria madura en la que están claramente posicionados los líderes del mercado, se puede ver que existe una nueva tecnología y por tanto propuesta de modelo de negocio que es la de los vehículos eléctricos. A pesar de que la mayoría de los líderes de este mercado tienen proyectos de desarrollo de vehículos eléctricos y algunos de ellos productos comercializados en el mercado ha aparecido en los últimos 10 años una amenaza que ha crecido a una velocidad espectacular, Tesla. Desde el año 2008 cuando se comercializó el Tesla Roadster, Tesla ha ido desarrollando y mejorando su tecnología de baterías y carga rápida y así mismo construyendo unas barreras competitivas que actualmente le han posicionado como una amenaza terrorífica para los viejos líderes del motor de combustión interna.

Antes de pasar a analizar este fenómeno se explicará el concepto de **capitalización de mercado**, el cual es el producto del número de acciones en circulación y el precio de la acción en un momento dado.

En Junio de 2017 tesla adelantó a BMW en nivel de capitalización de mercado y actualmente se encuentra emparejado con General Motors, al cual lo supera ligeramente.

Esto es un dato muy significativo si paramos a observar el número de vehículos vendidos en el año 2017 por estas tres empresas: 3.042.000 General Motors, 2.090.000 BMW y 101.312 Tesla.

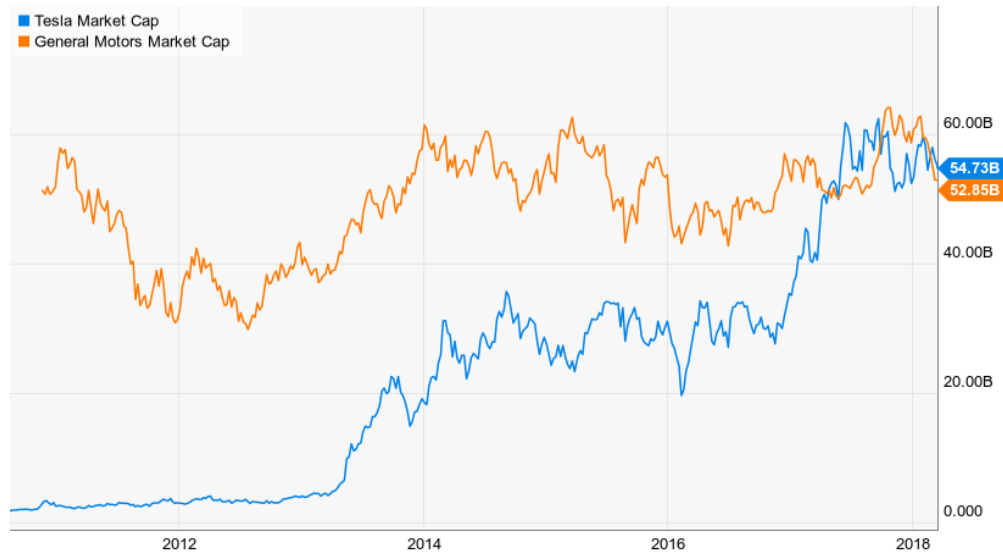


Figura 4 Capitalización de mercado: Tesla vs General Motors

## 2.5 Dinámica Competitiva:

Entender los procesos tecnológicos y de adopción del consumidor es crítico porque permitirá comprender las fuerzas que dominan la evolución de las presiones competitivas dentro de una industria. Esto nos lleva a hablar dinámica competitiva, en primer lugar se debe comprender a qué se refiere cuando se habla de dinámica competitiva y presión competitiva.

- **Dinámica competitiva:** consiste en entender a los competidores y prever su comportamiento.
- **Presión competitiva:** hace referencia al número de competidores que hay en una industria en relación al volumen de consumidores en dicha industria.

En una industria joven lo que caracteriza el éxito es la innovación de producto, esta puede atraer consumidores insatisfechos de otras industrias y debido a la falta de experiencia los nuevos productos están habitualmente fabricados con máquinas no especializadas. En esta fase de la evolución de la nueva industria las presiones competitivas son bajas (hay espacio competitivo), no hay muchos competidores, los consumidores no conocen bien el producto y predomina la primera compra por parte de los clientes.

Sin embargo a medida que pasa el tiempo la recompra se vuelve más habitual, un diseño predominante aparece y la innovación de proceso empieza a ser protagonista. Mediante innovación de proceso se reducen costes de fabricación (se compite en costes) y se reduce precio de venta generando know-how y barreras competitivas en respuesta a los competidores. Se genera experiencia de mercado y cada vez es más arriesgada y poco frecuente la entrada de nuevos competidores.

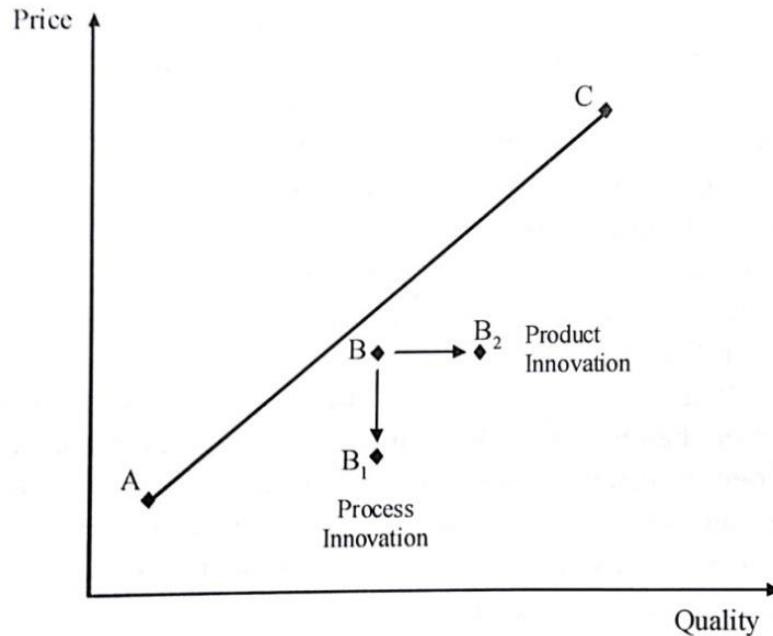
Las presiones competitivas van creciendo hasta alcanzar su máximo en la fase “shakeout”, en la cual ocurren la mayoría de abandonos de la industria por parte de empresas que no han sido capaces de soportar las presiones competitivas. Esto sucede porque el mercado deja de crecer en volumen pero los competidores siguen evolucionando, mejorando, innovando en procesos y en definitiva construyendo barreras competitivas. El objetivo es retener clientes y crecer en la medida de lo posible.

Este proceso termina convergiendo en una coyuntura en la que las empresas supervivientes al “shakeout” han alcanzado un posicionamiento estratégico y la industria alcanza una fase de equilibrio.

Al principio de este texto se ha mencionado que una de las razones por la que innovar es necesario es porque esto genera ventajas competitivas, y es exactamente ese el motivo más inmediato que lleva a las empresas a innovar. A continuación veremos como sucede.

En la siguiente ilustración se muestra un mercado de una industria, en la que hay tres productos: A, B y C. En este mercado A y C están muy bien situados y B no parece ser muy competitivo.

Sin embargo mediante una innovación de proceso por ejemplo se podría reducir el precio de venta del producto B pasando a ser  $B_1$  y así siendo más competitivo. Por otro lado mediante una innovación de producto B pasaría a ser  $B_2$ , un producto de mayor calidad que B, más atractivo y por lo tanto más competitivo.



**Figura 5 Mercado de industria aleatoria**

Mirando ahora al caso Starbucks, empresa fundada en 1971 como establecimiento de venta de café molido no despegó como multinacional exitosa hasta 2010, justo después de la gran crisis que sufrió con una gran caída y cierre de muchos establecimientos. Para analizar las claves del éxito de Starbucks las separaremos en cinco bloques:

- Starbucks no solo ofrece café, ofrece una experiencia, en su filosofía es tan importante como el café cuidar el establecimiento para que así el cliente no solo tome un café, sino que viva una experiencia. Esto lo consigue con el aroma, la música, wi-fi de calidad...etc.
- El producto es absolutamente personalizable y además lleva el nombre del cliente, el cliente puede tomar el café como a él/ella le gusta, todo es posible.
- Se ha hecho hincapié en reforzar el poder de la marca, es muy fácil reconocer el logo y los vasos, y ambos están siempre relacionados con calidad, es por eso que el cliente paga más.
- Importantísima presencia en redes sociales, a pesar de que esto haya venido a posterior del éxito de la compañía.
- Schultz, el jefe, un líder apasionado que tuvo que salir de la compañía en 1982, volvió para comprarla en 1987 y tomar las riendas para llevarla al éxito gracias a



su convicción y pasión. El papel de Schultz en los años de crisis (2006-2009) fue crucial.

Hoy en día Starbucks es la franquicia más rentable del mundo y al mismo tiempo es una de las empresas más reconocidas a nivel mundial. En la siguiente figura podemos ver cómo ha evolucionado su capitalización de mercado en billones de dólares desde la crisis que tuvo en 2006-2009.



**Figura 6 Capitalización de mercado Starbucks**

## **2.6 Los Riesgos Principales de los Negocios:**

Toda empresa está expuesta a ciertos riesgos que dependen de diferentes factores:

### **2.6.1 Ciclo de Vida de la Industria:**

Uno de ellos es el punto del ciclo de vida en el que se encuentra una industria, esto hace que los competidores de la misma se encuentren en una situación de mayor o menor riesgo.

En una industria joven las presiones competitivas son bajas y por eso los competidores tienen un margen de error mucho más elevado que en una industria en desarrollo. En una

industria que se encuentra en periodo de shakeout el riesgo es máximo y un paso en falso puede dejar al competidor más fuerte fuera y en la quiebra.

Finalmente en la etapa de madurez la tasa de mortalidad de empresas es mayor que en la etapa de desarrollo pero inferior al de la etapa de shakeout.

### **2.6.2 Momento de Entrada en la Industria**

En lo que respecta al momento de entrada en una industria, en la primera etapa (industria joven) no habrá barreras competitivas muy significativas por parte de los competidores, es por eso que el riesgo no será tan elevado.

Debido a que estas barreras competitivas crecen cronológicamente a medida que la industria se desarrolla, en la época de crecimiento la probabilidad de quebrar aumentará con el tiempo para las nuevas empresas que entren en la industria.

Finalmente en la etapa madura ocurre lo inverso, en esta la probabilidad de quebrar disminuye con el tiempo debido a las estrategias de nicho de los nuevos competidores que entran en la industria y el aumento de rigidez cronológico.

### **2.6.3 Indicadores Financieros**

Además de eso existen otros factores como las políticas de empresa en temas de endeudamiento o liquidez, ya que si una empresa trabaja con un nivel muy alto de endeudamiento y/o un nivel muy bajo de liquidez siempre estará más expuesta a no poder hacer frente a algún imprevisto que pueda suceder.

### **2.6.4 El riesgo según Ernst & Young**

En un artículo publicado en 2011 por la consultora Ernst & Young titulado “Los diez principales riesgos de los negocios” se hace referencia a que el entorno de los negocios presenta muchos riesgos aun en la actualidad, y la gestión de dichos riesgos es fundamental para que una empresa pueda alcanzar la competitividad y el éxito.

Este estudio se ha hecho basándose en encuestas hechas por todo el mundo en catorce<sup>9</sup> industrias diferentes, obteniendo la siguiente lista de riesgos:

---

<sup>9</sup>**Industrias en las que se ha hecho la encuesta:** administración de activos, automotriz, banca, productos de consumo, seguros, ciencias de la vida, medios y entretenimiento, minería y metales, gobierno y sector público, petróleo y gas, energía y servicios públicos, bienes raíces, tecnología, telecomunicaciones.

1. **Regulatorios y cumplimiento:** la incertidumbre en torno a los reglamentos afecta a la toma de decisiones y la planificación.
2. **Acceso a crédito:** existe el riesgo del aumento del costo del crédito, esto depende de la coyuntura.
3. **Recuperación lenta o recesión secundaria:** existe una crisis fiscal que puede pronunciarse si los paquetes de estímulo se retiran.
4. **Administración de talentos:** hay establecida una lucha global por el talento, para atraerlo, retenerlo y gestionarlo.

Los 10 principales riesgos de negocios

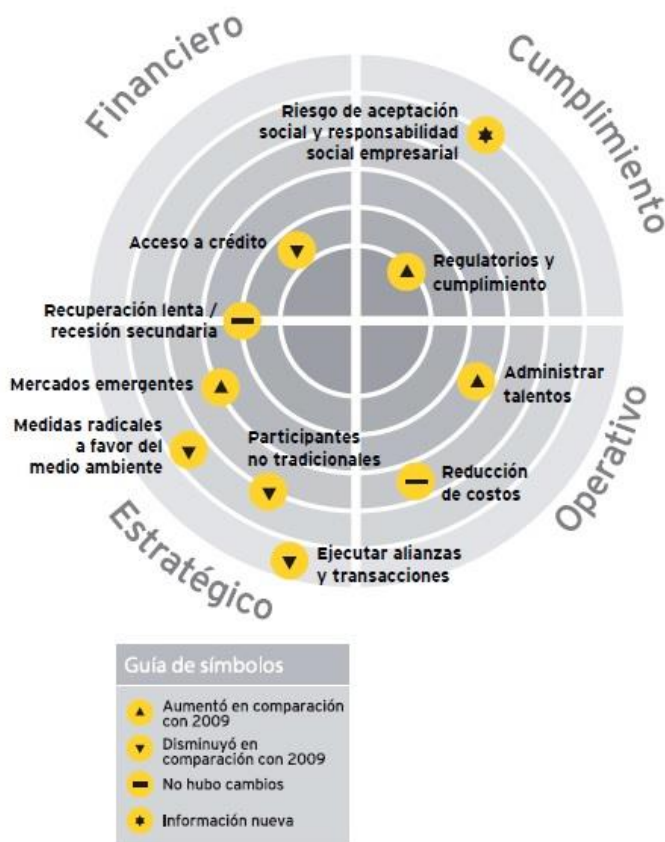


Figura 7 EY los 10 principales riesgos de los negocios

## 5. Mercados

**emergentes:** las economías emergentes probablemente representarán la mayor parte del crecimiento global por lo que tener éxito en estos mercados es fundamental.

**6. Reducción de costos:** la presión de los competidores de bajo costo representa un reto.

**7. Participantes no tradicionales:** aparición de competidores emergentes.

**8. Medidas radicales a favor del medio ambiente:** las compañías luchan por anticiparse a los cambios en las preferencias de los consumidores y en las regulaciones gubernamentales.

9. **Riesgo de aceptación social y responsabilidad social empresarial:** en el entorno actual hay constantes riesgos reputacionales, las empresas deben actuar con cuidado para no perder la confianza del público.

**10. Realización de alianzas y transacciones:** desde 2011 ha habido una disminución en el número de fusiones y adquisiciones debido al aumento del coste financiero.

Todos estos riesgos se ven más pronunciados o más atenuados según la industria que se mire, en la ilustración adjunta en el anexo puede verse esto más detalladamente. Pero por lo general todos ellos se encuentran presentes siempre.

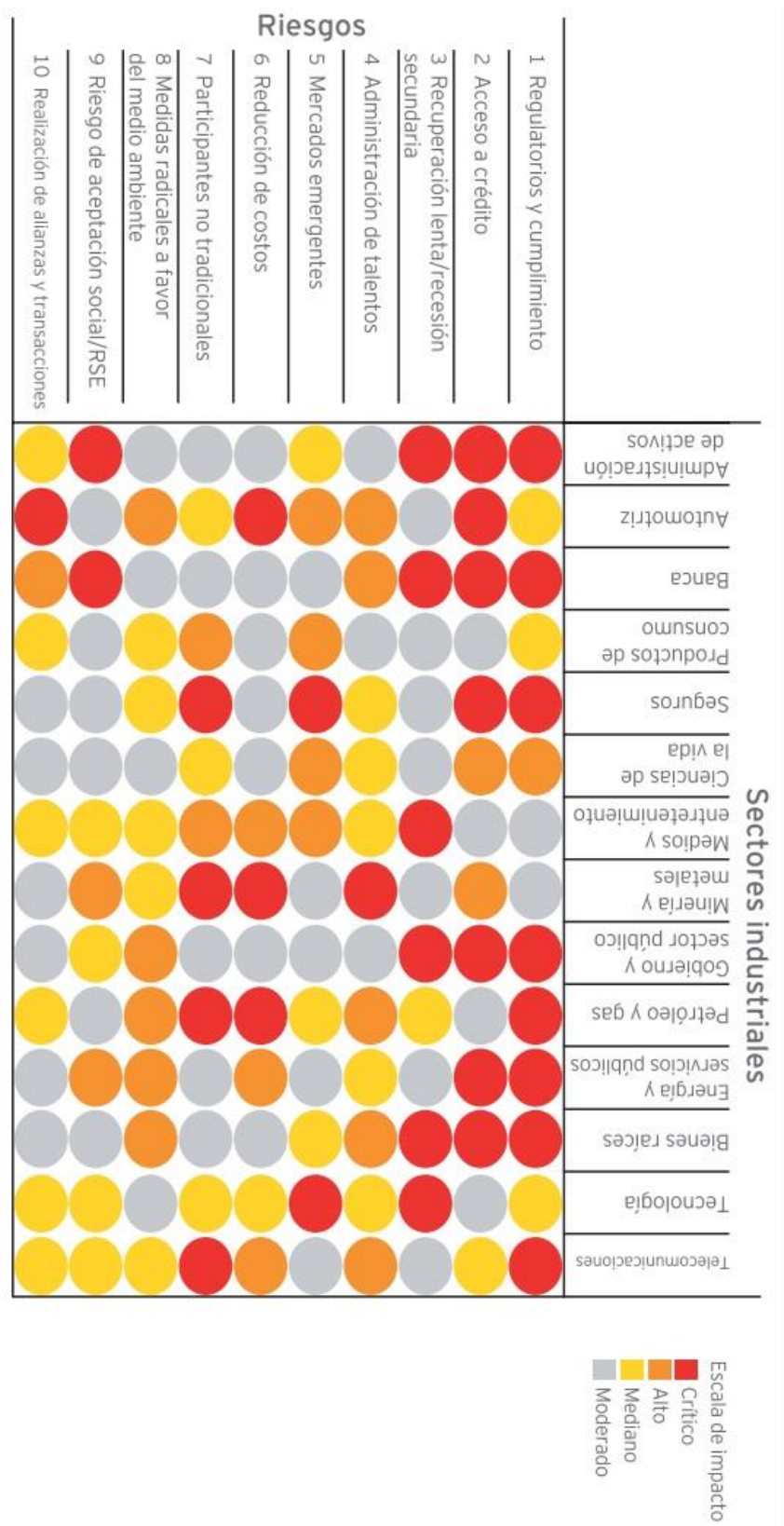
## **2.7 Conclusión:**

En este capítulo se ha visto a grandes rasgos (se profundizará más en próximos capítulos) cómo las industrias evolucionan desde una fase inicial con mucho espacio competitivo y baja presión competitiva hasta llegar finalmente a una industria madura en la que cada competidor tiene su lugar bien especificado. En esa etapa madura es donde gracias a una innovación de producto motivada por una nueva tecnología disruptiva puede volver a comenzar este proceso generándose un nuevo modelo de negocio.

Además se ha podido entender la estrecha relación que hay entre centros de investigación, universidades y desarrolladores de tecnología en general, y las empresas que lo comercializan. Destacando la importancia que tienen estos puentes y la forma en la que se puede dar esta transferencia.

Finalmente se han analizado los riesgos que conlleva todo lo mencionado anteriormente, haciendo referencia a un estudio de EY del año 2011 en el que se recopiló información suficiente como para concluir cuáles son los principales riesgos de los negocios en la actualidad y como identificarlos.

2.8 Anexo



## **3 Los indicadores financieros como espejo de la estrategia y sus riesgos**

### **3.1 Introducción**

En este primer bloque de finanzas se definirán los tres estados financieros sobre los que se fundamenta el análisis financiero. Se explicarán uno por uno y se justificará cada uno de ellos, además se explicará su funcionamiento y el porqué de cada uno de ellos.

Posteriormente se hablará sobre los indicadores financieros, se presentarán todos los indicadores financieros de los que se hará uso en los posteriores capítulos para analizar las diferentes etapas de vida de las industrias. Los presentas en este capítulos son los indicadores que se han considerado más adecuados para entender los conceptos que se están tratando y todos ellos estarán acompañados por ejemplos que ilustrarán lo explicado.

### **3.2 Introducción a Los Estados Financieros**

#### **3.2.1 Objetivos e historia de los estados financieros**

Los estados financieros de una empresa tienen como objetivo dar a conocer la situación financiera, económica y los cambios que se experimentan en ellas dentro de un periodo determinado.

Hasta 2001 las normas contables dictadas tenían como nombre NIC (Normas Internacionales de Contabilidad) y estaban dictadas por el IASC (Comité de Normas Internacionales de Contabilidad). A partir de dicha fecha pasaron a llamarse NIIF (Normas Internacionales de Información Financiera) y actualmente las dicta el IASB (Junta de Normas Internacionales de Contabilidad). Las NIIF hoy en día son el lenguaje mundial de información financiera y más de 100 países exigen a las empresas que utilicen las normas NIIF cuando informan de su rendimiento financiero. Inversores de todo el mundo confían en las normas NIIF porque aportan transparencia, eficiencia y la posibilidad de rendir cuentas a la empresa en cuestión desde fuera.

En lo que respecta a los estados financieros existen tres principales estados financieros que serán explicados en este capítulo: balance general, cuenta de resultados y estado de flujos de caja.

- **Balance de Situación:** informe financiero que refleja la situación de la empresa en un instante dado. Se estructura a partir de tres conceptos: activo, pasivo y patrimonio neto.
- **Cuenta de Resultados:** muestra el resultado obtenido por una empresa en un periodo determinado pudiéndose identificar en él todos los costes, gastos e ingresos del periodo.
- **Estado de Flujos de Caja:** se refleja la información de todos los flujos de efectivo que ha habido a lo largo del periodo.

A continuación se pasará a explicar cada uno de ellos individualmente y en más profundidad.

### 3.2.2 Balance de Situación:

En este estado financiero la máxima a cumplir es la siguiente:

$$\textit{Activo} = \textit{Pasivo} + \textit{Patrimonio Neto}$$

#### 3.2.2.1 Activo

Conjunto de bienes y derechos de la empresa en un momento determinado. Representa dónde están invertidos los recursos de los que dispone la empresa.

- **Activo Corriente:** activos que se espera convertir en efectivo dentro del periodo, activos financieros mantenidos para negociar, inventario, deudas a cobrar dentro del periodo, tesorería, etc.
- **Activo No Corriente:** activos que son productivos para la actividad de la empresa y sin intención de venta dentro del periodo. Normalmente incluyen: inmovilizado intangible, inmovilizado material, inversiones inmobiliarias, inversiones financieras a largo plazo, maquinaria, software, etc.

#### 3.2.2.2 Pasivo

Conjunto de deudas y obligaciones que la empresa ha contraído con sus acreedores.

- **Pasivo Corriente:** incluye todos los pasivos que deben ser pagados al cabo del periodo, financiamiento ajeno obtenido a plazo menor que el periodo (habitualmente un año), dentro se encuentran: las cuentas por pagar, préstamos a corto plazo, anticipos de clientes, impuestos a pagar, hacienda pública, dividendos a pagar, remuneraciones pendientes a pagar, etc.

- **Pasivo No Corriente:** financiamiento ajeno obtenido por la empresa a plazo superior a un año: obligaciones y bonos, préstamos a largo plazo, proveedores de inmovilizado a largo plazo. También incluye una partida específica de provisiones a largo plazo.

### 3.2.2.3 Patrimonio Neto

Consiste en la parte residual de los activos de la empresa una vez deducidos todos los pasivos. Incluye las aportaciones realizadas por los socios en la formación de la empresa (y que no se incluyen en el pasivo) así como los resultados acumulados.

- **Fondos Propios:** aportados por los propietarios/socios o generados por la propia empresa.
- **Ajustes por Cambio de Valor:** ajustes por revalorización de inversiones financieras.
- **Subvenciones, donaciones y legados recibidos:** otorgados por terceros a los propietarios/socios.

Por lo tanto una vez explicados los componentes del balance este quedaría de la siguiente manera:

Activo	Pasivo & Patrimonio Neto
✓ Activo Corriente	✓ Pasivo Corriente
✓ Activo No Corriente	✓ Pasivo No Corriente
	✓ Patrimonio Neto

Figura 8 Estructura del Balance de Situación

Como ejemplo ilustrativo se puede ver en la Figura 1 el balance del año 2015 de la empresa del sector ferroviario CAF (Construcciones y Auxiliar de Ferrocarriles). En este balance destaca el alto nivel de Activo Corriente y que más de la mitad de este activo corriente sean deudores comerciales, esto se debe a que se trata de una empresa manufacturera que basa su actividad económica en vender los productos fabricados. Así mismo también se puede ver que las existencias no tiene un papel importante dentro del activo debido a que se trata de una empresa que trabaja bajo proyectos, es decir no genera stock para posteriormente venderlo.



Activo (en €)	2015	Pasivo (en €)	2015
Activo no corriente	792.215.317	Patrimonio neto	711.801.607
Inmovilizado intangible	14.562.287	Fondos propios	711.490.617
Inmovilizado material	129.054.929	Capital	10.318.506
Inversiones inmobiliarias	--	Reservas	659.220.804
Inversiones en empresas del grupo a largo plazo	546.162.328	Resultado del ejercicio	30.087.960
Inversiones financieras a largo plazo	35.639.600	Otros fondos propios	11.863.347
Otros activos a largo plazo	66.796.173	Ajustes por cambio de valor	-183.582
Activo corriente	1.263.880.741	Subvenciones y donaciones	494.572
Existencias	66.676.557	Pasivo no corriente	427.530.134
Deudores comerciales	826.886.706	Provisiones a largo plazo	1.719.539
Inversiones en empresas del grupo a corto plazo	67.151.180	Deudas a largo plazo	401.733.346
Inversiones financieras a corto plazo	83.015.948	Deudas con empresas del grupo a largo plazo	20.092.428
Otros activos a corto plazo	475.420	Otros pasivos a largo plazo	3.984.821
Efectivo y activos líquidos equivalentes	219.674.930	Pasivo corriente	916.764.317
Total activo	2.056.096.058	Provisiones a corto plazo	184.114.514
		Deudas a corto plazo	95.732.871
		Deudas con empresas del grupo a corto plazo	11.760.515
		Acreedores comerciales	625.156.417
		Otros pasivos a corto plazo	0
		Total pasivo y patrimonio neto	2.056.096.058

**Figura 9 Balance de Situación CAF**

Este balance lo podemos comparar con el de Atresmedia Corporación de Medios de Comunicación S.A., una empresa de comunicación española que se dedica a generar contenidos para el sector audiovisual. Como es previsible, al tratarse de dos industrias tan diferentes la distribución del balance de situación es muy diferente. En este segundo balance se puede ver por ejemplo como el Pasivo No Corriente es especialmente bajo o el Inmovilizado Intangible es inexistente. Además destaca en contraposición al Balance de Situación de CAF el protagonismo que tienen las existencias dentro del Activo Corriente.

Activo (miles de €)	2015	Pasivo (miles de €)	2015
Activo no corriente	598.269	Patrimonio neto	434.826
Inmovilizado intangible	--	Fondos propios	--
Inmovilizado material	39.060	Capital	207.604
Inversiones inmobiliarias	--	Reservas	--
Inversiones en empresas del grupo a largo plazo	204.839	Resultado del ejercicio	89.503
Inversiones financieras a largo plazo	14.419	Otros fondos propios	--
Otros activos a largo plazo	339.951	Ajustes por cambio de valor	--
Activo corriente	596.019	Subvenciones y donaciones	--
Existencias	350.005	Pasivo no corriente	194.829
Deudores comerciales	189.818	Provisiones a largo plazo	--
Inversiones en empresas del grupo a corto plazo	--	Deudas a largo plazo	176.348
Inversiones financieras a corto plazo	--	Deudas con empresas del grupo a largo plazo	--
Otros activos a corto plazo	55.264	Otros pasivos a largo plazo	18.481
Efectivo y activos líquidos equivalentes	932	Pasivo corriente	564.633
Total activo	1.194.288	Provisiones a corto plazo	--
		Deudas a corto plazo	31.838
		Deudas con empresas del grupo a corto plazo	--
		Acreedores comerciales	411.346
		Otros pasivos a corto plazo	121.449
		Total pasivo y patrimonio neto	1.194.288

**Figura 10 Balance de Situación Atresmedia Corporación de Medios de Comunicación S.A.**

### 3.2.3 Cuenta de Resultados

Recoge el resultado del ejercicio y está constituido por los ingresos y los gastos del mismo. Aquí la máxima es la siguiente:

$$\text{Ingresos} - \text{Gastos} = \text{Resultado}$$

Los ingresos y gastos se diferencian por su naturaleza, primero se ponen los de explotación (actividad habitual de la empresa) y posteriormente los de naturaleza financiera.

**Ingresos de Explotación:** aquí se incluyen el importe neto de la cifra de negocio<sup>10</sup>, variación de existencias de producto acabado y de producto en curso y otros ingresos de explotación.

<sup>10</sup>**Importe neto de la cifra de negocio:** son los importes de la venta de los productos y de la prestación de servicios correspondientes a las actividades ordinarias de la Sociedad.

**Gastos de Explotación:** entran dentro de este campo los gastos de aprovisionamiento (consumos), gastos de personal, otros gastos de explotación (gastos en I+D, alquileres, marketing, RRPP...), amortización de inmovilizado, exceso de provisiones, deterioros y ventas del inmovilizado como principales gastos.

***Beneficio Antes de Intereses e Impuestos (BAII) = Ingresos de Explotación – Gastos de Explotación***

También es conocido por sus siglas en ingles EBITDA ("Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization")

**Ingresos o Gastos Financieros:** dividendos a favor de la empresa, intereses a cobrar, por deudas con terceros, variación de valor razonable de instrumentos financieros, por variaciones en tipo de cambio, beneficios/perdidas procedentes de venta de activos financieros...etc. Luego,

***Beneficio Antes de Impuestos (BAI) = BAII + Ingresos Financieros – Gastos Financieros***

**Impuestos:** incluye el impuesto de sociedades y otros impuestos. Entonces,

***Resultado del Ejercicio = BAI – Impuestos***

El resultado del ejercicio representa la creación de valor de la empresa, es un dato muy importante para los inversores. Esta cifra representa el incremento patrimonial de la empresa reflejándose como una variación en los fondos propios de la empresa.

En la Figura 11 podemos ver dos Cuentas de Resultados de 2016 de dos empresas de una misma industria, se han escogido estas dos empresas para ver el contraste que se refleja en la Cuenta de Resultados cuando a una empresa le van bien las cosas y a otra no dentro de la misma industria. Estas dos empresas pertenecen al sector de la energía y el medio ambiente español.

Comenzando por el que está situado a la izquierda (Urbaser SA) podemos ver como tiene un resultado del ejercicio positivo, con unos ingresos de explotación (ventas en 2016) de 735.840.000€ lo que la sitúa como líder en el sector. Por otro lado Abengoa SA en Noviembre de 2015 anunció la solicitud del concurso de acreedores debido al fracaso en la búsqueda de capital que le permitiera seguir ejerciendo su actividad económica, posteriormente sus acciones en bolsa se desplomaron a valores mínimos.

Cuenta de resultados (miles de €)	2016	Cuenta de resultados (miles de €)	2016
Ingresos de explotación	735.840	Ingresos de explotación	1.015.352
Importe neto de la cifra de negocio	707.590	Importe neto de la cifra de negocio	1.012.903
Variación de existencias y productos en curso	8	Variación de existencias y productos en curso	--
Trabajos realizados por el grupo para su activo	44	Trabajos realizados por el grupo para su activo	--
Aprovisionamientos	-124.273	Aprovisionamientos	-43.011
Otros ingresos de explotación	28.250	Otros ingresos de explotación	2.449
Gastos de personal	-427.030	Gastos de personal	-2.474
Otros gastos de explotación	-75.189	Otros gastos de explotación	-70.040
Amortización del inmovilizado	-63.893	Amortización del inmovilizado	-778
Exceso de provisiones	--	Exceso de provisiones	--
Otros resultados	-7.056	Otros resultados	-7.054.684
Resultado de explotación	38.451	Resultado de explotación	-6.155.635
Ingresos financieros	26.098	Ingresos financieros	46.352
Gastos financieros	-40.658	Gastos financieros	-916.930
Diferencias de cambio	-359	Diferencias de cambio	-5.742
Otros resultados financieros	1.841	Otros resultados financieros	-10.961
Resultado financiero	-13.078	Resultado financiero	-887.281
Resultado antes de impuestos	25.373	Resultado antes de impuestos	-7.042.916
Impuestos sobre beneficios	-3.359	Impuestos sobre beneficios	-11.489
Resultado del ejercicio	22.014	Resultado del ejercicio	-7.054.405

**Figura 11 Cuentas de Resultados de Urbaser SA y Abengoa SA**

Mirando desde este punto de vista a la cuenta de resultados, se puede ver que las pérdidas son significativas y que obviamente el resultado del ejercicio es negativo y muy abultado, exactamente de -7.054.405.000 €. Al igual que el resultado de explotación en el que la diferencia entre los ingresos de explotación y “otros resultados” es de dimensiones desproporcionadas.

### 3.2.4 Estado de Flujos de Caja

Este estado financiero representa como varía el efectivo en la caja de la empresa durante el periodo. Esto resulta de capital importancia debido a que podría darse alguna situación en la que a pesar de que la empresa generara beneficios tuviera algún periodo en el que no pudiera hacer frente a algún gasto debido a la falta de liquidez.

Además de esto también quedan reflejados las fuentes y aplicaciones del efectivo y la fecha de cada transacción. Este estado financiero también resulta ser de gran interés para inversores. Se puede representar como el periodo anual o también por trimestres.

En la Figura 12 podemos ver el Estado de Flujos de Efectivo de la “start-up” española eDreams. Este fue el primer caso en el que una start-up de internet salía a bolsa en

España, fue en el año 2014 y se valoró la empresa en 1,5 billones de dólares americanos en ese momento.

Como se puede apreciar en la Figura 12 desde su salida a bolsa eDreams ha tenido importantes cantidades de inversión, esto lo podemos ver en “Flujos de efectivo de las actividades de Inversión”. Además también es posible ver como los flujos de las actividades de explotación tienen una tendencia alcista, comparándolo con el resultado del ejercicio se puede extrapolar que es probable que estén pagando fuertes inversiones hechas en el pasado con el objetivo de crecer.

Período terminado:	2017 31/03	2016 31/03	2015 31/03	2014 31/03
Período:	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
<b>Resultado consolidado del ejercicio</b>	10,47	12,43	-181,31	-20,36
<b>Flujos de efectivo de las actividades de explotación ▼</b>	134,84	82	54,34	65,86
Depreciación	18,36	17,63	19,99	26,61
Amortización	-	-	-	-
Impuestos diferidos	-	-	-	-
Otros ajustes	70,48	59,36	232,55	97,28
Ingresos en efectivo	-	-	-	-
Pagos en efectivo	-	-	-	-
Cobros y (pagos) por impuestos sobre beneficios	7,43	4,77	5,95	11,23
Pago de intereses	40,87	40,82	42,41	44,27
Depósitos de entidades de crédito	35,52	-7,41	-16,89	-37,67
<b>Flujos de efectivo de las actividades de inversión ▼</b>	-29,5	-30,47	-35,23	-33,98
Pagos de activos de las actividades de inversión	-29,95	-31,14	-35,42	-21,37
Otros flujos de efectivo de las actividades de inversión	0,45	0,67	0,19	-12,62
<b>Flujos de efectivo de las actividades de financiación ▼</b>	-93,63	-41,1	-43,01	-43,38
Otros pagos relacionados con actividades de financiación	-40,83	-40,66	-46,69	-44,89
Distribución de dividendos	-	-	-	-
Adquisición de instrumentos de capital propio	-	-	50	1,76
Pasivos subordinados	-52,8	-0,45	-46,33	-0,25
Efecto de las variaciones de los tipos de cambio	-0,24	-0,15	-0,33	-1,66
<b>Variación neta del efectivo y equivalentes</b>	11,46	10,27	-24,23	-13,16

**Figura 12 Estado de Flujos de Efectivo eDreams**

Sin embargo nada tiene que ver con el siguiente ejemplo. En la Figura 13 podemos ver el Estado de Flujos de Efectivo de Tesla, empresa estadounidense del sector de automoción que tiene como única propuesta el vehículo eléctrico. Como se vio en el bloque anterior



Tesla se ha caracterizado por haber crecido en cuestión de capitalización de mercado muchísimo en pocos años, su crecimiento es continuo y de una pendiente muy pronunciada, esto puede verse reflejado en los flujos de inversión de su Estado de Flujos de Efectivo.

Se puede ver que Tesla hace uso de importantes inversiones para crecer y desarrollar su tecnología que se espera que en un futuro cuando se alcance una economía de escala pueda generar resultados de ejercicio positivos, ya que desde 2014 hasta 2017 como puede verse en la figura los resultados del ejercicio han sido siempre muy negativos.

Por otro lado los flujos de las actividades de financiación son muy positivos, esto podría deberse a inyecciones de capital que hubiera recibido la entidad.

Período terminado:	2017 31/12	2016 31/12	2015 31/12	2014 31/12
Período:	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
<b>Resultado consolidado del ejercicio</b>	-2240,58	-773,05	-888,66	-294,04
<b>Flujos de efectivo de las actividades de explotación ▼</b>	-60,65	-123,83	-524,5	-57,34
Depreciación	1636	947,1	422,59	231,93
Amortización	-	-	-	-
Impuestos diferidos	-	-	-	-
Otros ajustes	524,51	395,98	434,86	261,6
Ingresos en efectivo	-	-	-	-
Pagos en efectivo	-	-	-	-
Cobros y (pagos) por impuestos sobre beneficios	-	16,39	9,46	3,12
Pago de intereses	-	38,69	32,06	20,54
Depósitos de entidades de crédito	19,41	-693,86	-493,29	-256,82
<b>Flujos de efectivo de las actividades de inversión ▼</b>	-4418,97	-1416,43	-1673,55	-990,44
Pagos de activos de las actividades de inversión	-4081,35	-1440,47	-1634,85	-969,88
Otros flujos de efectivo de las actividades de inversión	-337,61	24,04	-38,7	-20,56
<b>Flujos de efectivo de las actividades de financiación ▼</b>	4414,86	3743,98	1523,52	2143,13
Otros pagos relacionados con actividades de financiación	1599,79	929,94	551,72	-635,31
Distribución de dividendos	-	-	-	-
Adquisición de instrumentos de capital propio	400,18	1865,55	856,61	489,62
Pasivos subordinados	2414,9	948,48	115,19	2288,82
Efecto de las variaciones de los tipos de cambio	39,45	-7,41	-34,28	-35,52
<b>Variación neta del efectivo y equivalentes</b>	-25,3	2196,31	-708,8	1059,82

**Figura 13 Flujos de Efectivo Tesla**

### **3.3 Indicadores de Liquidez Financiera**

Los ratios financieros sirven para ver las diferentes relaciones existentes entre los datos absolutos que proporcionan los estados financieros. En este bloque en concreto se hablará de ratios de liquidez, los cuales transmiten información acerca de la capacidad que tiene una empresa para hacer frente a las deudas a corto plazo.

Nos centraremos en cuanto a los indicadores de liquidez en los cuatro más representativos, los cuales son: ratio de liquidez, ratio de acidez, ratio de solvencia y ratio de efectivo o ratio de tesorería.

El procedimiento será el siguiente; primero se dará una explicación de lo que representa cada ratio, para que es utilizado y cómo se calcula. Posteriormente se pasará a calcularlo.

Para esta sección se tomará la empresa Starbucks Estados Unidos, de la cual se habló en el primer capítulo de estrategia y se considera como una empresa lo suficientemente representativa para abordar los temas venideros. A partir de esta empresa se calcularán los ratios de liquidez y se pasara a comentar los mismos.

<b>Total activos corrientes</b> ▾	5283,4	<b>Total pasivo corriente</b> ▾	4220,7
Efectivo y inversiones a corto plazo	2690,9	Acreedores comerciales y otras cuentas por pagar	782,5
Tesorería	-	A pagar / acumulado	-
Efectivo y equivalentes	2462,3	Gastos acumulados	1262
Inversiones a corto plazo	228,6	Instrumentos financieros derivados	-
Deudores comerciales y otras cuentas corrientes a cobrar	870,4	Deudas con entidades de crédito y obligaciones u otros valores negociables	-
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	870,4	Otros pasivos corrientes	2176,2
Existencias	1364	<b>Total pasivo</b> ▾	8915,5
Pagos por adelantado	344,7	Saldos con entidades de crédito y otros pasivos financieros	3932,6
Otros activos corrientes	13,4	Deudas con entidades de crédito y otros pasivos financieros no corrientes	3932,6
<b>Total activos</b> ▾	14365,6	Arrendamiento financiero	-
Propiedad, planta y equipo - Neto	4919,5	Total deuda financiera	3932,6
Propiedad, planta y equipo - Bruto	11584	Pasivos por impuesto diferido	-
Amortización acumulada	-6664,5	Intereses minoritarios	6,9
Fondo de comercio	1539,2	Otros pasivos no corrientes	755,3
Inmovilizado intangible - Neto	441,4	<b>Patrimonio neto</b> ▾	5450,1
Inversiones a largo plazo	1023,9	Total de acciones preferentes	-
Otros activos no corrientes	-	Fondo de comercio	-
Activos fiscales diferidos	1158,2	Capital	1,4
Otros activos	-	Prima de emisión	41,1
		Reservas (pérdidas) acumuladas	5563,2
		Acciones propias en cartera	-
		ESOP Acciones a empleados	-
		Ganancia (Pérdida) acumuladas	-2,5
		Diferencias de conversión	-153,1
		<b>Total pasivo y patrimonio neto</b>	14365,6
		Acciones comunes en circulación	1431,6
		Acciones preferidas en circulación	-

**Figura 14 Balance de Situación Starbucks USA en 2017**

En la Figura 14 se ve el Balance de Situación de Starbucks (USA) en 2017 y en la Figura 15 la Cuenta de Resultados de Starbucks (USA) en 2017.



	2017 01/10
Período terminado:	
<b>Ingresos totales</b> ▼	22386,8
Consumos y otros gastos externos	9038,2
<b>Beneficio bruto</b>	13348,6
<b>Total gastos de explotación</b> ▼	18252,1
<b>Resultado de explotación</b>	4134,7
Ingresos financieros	182,8
Enajenación de instrumentos financieros	-
Otros - Neto	-
<b>Resultado ordinario antes de impuestos</b>	4317,5
Impuesto sobre beneficios	1432,6
<b>Resultado del ejercicio procedente de las operaciones continuadas</b>	2884,9
Resultado atribuido a intereses minoritarios	-0,2
Activos en controladas	-
Ajuste US PCGA (GAAP)	-
<b>Resultado procedente de las operaciones continuadas</b>	2884,7
Resultado operaciones interrumpidas	-
<b>Resultado atribuido al grupo</b>	2884,7
Total ajustes al ingreso	-
<b>Resultado procedente de las operaciones continuadas (neto de minoritarios)</b>	2884,7
Ajuste del resultado	-
<b>Resultado del ejercicio</b>	2884,7
Resultado promedio ponderado por acción	1461,5
<b>Beneficio por acción del periodo</b>	1,97
Dividendo por acción	1
UPA - Utilidades por acción	2,09

**Figura 15 Cuenta de Resultados Starbucks USA 2017**

### 3.3.1 Liquidez

En primer lugar se explicará el ratio de “Liquidez” como tal, el cual también es conocido como “Razón corriente”. Se trata de la relación entre Activo Corriente y Pasivo Corriente. Este indicador debe ser siempre mayor que 1<sup>11</sup>, de lo contrario diría que la empresa en cuestión no tiene suficiente liquidez para hacer frente a las deudas a corto plazo o tendría el Activo Corriente justo para ello, no pudiendo hacer frente a cualquier imprevisto.

$$Liquidez = \frac{\text{Activo Corriente}}{\text{Pasivo Corriente}}$$

<sup>11</sup> elEconomista.es

Se calcula ahora este ratio para Starbucks USA:

$$Liquidez (Starbucks) = \frac{5283,4}{4220,7} = 1,25$$

Se puede ver una vez calculado el ratio en cuestión para Starbucks USA que no tiene un margen excesivamente amplio de liquidez en cuanto a posibles imprevistos que pudieran surgir. Sin embargo analizando el resto de los ratios seremos capaces de llegar a más conclusiones.

### 3.3.2 Acidez

Indica la calidad de la solvencia de la empresa, si fuera menor que 1 indicaría un Pasivo Corriente demasiado alto y se aconsejaría vender existencias para hacer frente al Pasivo Corriente.

$$Acidez = \frac{\text{Activo Corriente} - \text{existencias}}{\text{Pasivo Corriente}}$$

Se calcula ahora este ratio para Starbucks USA:

$$Acidez (Starbucks) = \frac{5283,4 - 1364}{4220,7} = 0,93$$

En lo que respecta a la acidez, se puede ver que un 0,93 es un poco más bajo de lo ideal, y denota que las existencias son una parte importante del activo corriente de la empresa. Sin embargo el límite por norma general se encuentra en 1<sup>12</sup> y a pesar de estar por debajo de este, se encuentra relativamente cerca. Sin embargo en lo que respecta a Starbucks esto podría no ser un problema debido a la alta rotación de activos que presenta, siendo una empresa que posee unas ventas muy significativas.

### 3.3.3 Solvencia

Es la capacidad de pagar todas las deudas, bien sea a corto o a largo plazo. Muestra la solvencia de una empresa. Por norma general si este se encuentra por encima de 1,5<sup>13</sup> no debería haber ningún problema:

$$Solvencia = \frac{\text{Activo}}{\text{Pasivo}}$$

---

<sup>12</sup><http://www.riesgoymorosidad.com/las-ratios-de-liquidez/>

<sup>13</sup><http://www.riesgoymorosidad.com/las-ratios-de-liquidez/>

Se calcula ahora este ratio para Starbucks USA:

$$\text{Solvencia (Starbucks)} = \frac{14365,6}{8915,5} = 1,61$$

Como se ha mencionado antes, debido a que el ratio de solvencia es superior a 1,5 podemos afirmar que se trata de una empresa solvente que no debería tener ningún problema para hacer frente a sus deudas.

### 3.3.4 Ratio de efectivo o tesorería

Muestra la cantidad de dinero líquido del que se dispone en relación a las deudas a corto plazo que se tienen. Debería tomar como norma general un valor cercano al 0,3 o superior<sup>14</sup>.

$$\text{Ratio Tesorería} = \frac{\text{Efectivo} + \text{Inversiones a Corto plazo}}{\text{Pasivo Corriente}}$$

Se calcula ahora este ratio para Starbucks USA:

$$\text{Ratio Tesorería (Starbucks)} = \frac{2462,3}{4220,7} = 0,58$$

En este caso podemos ver que se obtiene una cifra considerablemente alta en relación al valor óptimo, cercano al doble. Esto indica que Starbucks no tiene ningún problema para efectuar pagos pero también podría ser que tuviera efectivo ocioso. Sin embargo el efectivo que hay en caja fluctúa mucho a lo largo del año y podría ser que el dato del balance no estuviera muy cerca de la media anual.

## 3.4 Indicadores de Apalancamiento Financiero

### 3.4.1 Apalancamiento Financiero

Apalancamiento es por definición la relación existente entre crédito y capital, es el efecto que produce la deuda sobre la rentabilidad. Consiste en endeudarse para financiarse, en vez de utilizar únicamente los fondos propios, contraer deuda. El efecto puede ser tanto positivo como negativo, es positivo cuando al incrementar la deuda la rentabilidad aumenta y negativo cuando al incrementar la deuda la rentabilidad disminuye.

---

<sup>14</sup> <http://www.riesgoymorosidad.com/las-ratios-de-liquidez/>

$$\text{Apalancamiento Financiero} = \frac{\text{BAI}}{\text{BAII}} \times \frac{\text{Activo}}{\text{Patrimonio Neto}}$$

Para ver cómo cambia este ratio de un tipo de empresa otra se comparan dos sectores muy diferentes. Una empresa tecnológica como Alphabet, más conocida por sus filiales Google, YouTube, Google Maps... Y una empresa del sector de la banca como BBVA. En lo que respecta los datos para calcular el ratio de apalancamiento financiero son los siguientes (obtenidos de las tablas del Anexo y con los datos del 2016 en millones de €):

**Alphabet (Google):**

$$\text{BAI} = 2.7193$$

$$\text{BAII} = 2.6146$$

$$\text{Activo} = 197.295$$

$$\text{Patrimonio Neto} = 152.502$$

$$\text{Apalancamiento Financiero} = 1,36$$

**BBVA:**

$$\text{BAI} = 13.461$$

$$\text{BAII} = 6.392$$

$$\text{Activo} = 731.856$$

$$\text{Patrimonio Neto} = 47.364$$

$$\text{Apalancamiento Financiero} = 7,3$$

En esta comparativa nos encontramos ante dos industrias muy diferentes a las que se ha acudido intencionadamente para poder contrastar el grado de apalancamiento tan diferente que hay en una y en otra.

En primer lugar está la empresa tecnológica Alphabet, con Google como su filial más destacada y la cual como se puede apreciar posee un ratio de apalancamiento considerablemente moderado.

Por otro lado, en lo respecta al sector de la banca, se ha tomado a uno de los bancos más grandes del planeta con representación en multitud de países. El sector de la banca es característico por su alto nivel de apalancamiento debido a que trabajan siempre con capital ajeno. Así pues se ha obtenido un ratio de apalancamiento muy elevado y que contrasta muchísimo con el de Alphabet (Google).

### **3.5 Indicadores de Rentabilidad Financiera**

El objetivo de los ratios de rentabilidad es principalmente relacionar beneficio con inversión para así ver la eficiencia con la que se hace uso de los diferentes recursos de la empresa. Estos son los más utilizados para ver el funcionamiento de la empresa a largo plazo y su capacidad para generar beneficios.

Hay dos grandes familias de ratios de rentabilidad:

- Rentabilidad de la inversión, donde están los ratios: ROI<sup>15</sup>/ROA<sup>16</sup>(Return on Investment / Return on Assets) y ROCE<sup>17</sup>(Return on Capital Employed).
- Rentabilidad de los fondos propios, donde se encuentra el ROE<sup>18</sup>(Return on Equity).

Dentro del primero están las versiones antes o después de impuestos, inversión total en el caso del ROI e inversión neta en el caso del ROCE sobre el balance financiero, sin embargo analizaremos el ROA el cual hace referencia a la eficiencia con la que se emplean los activos de la empresa. En el segundo se hace referencia a la rentabilidad del patrimonio neto, que es la inversión hecha por los acreedores.

#### **3.5.1 ROA (Return on Assets)**

Como ya ha sido anunciado, este indicador habla de la eficiencia con la que se hace uso de los activos de la empresa. Es decir, cuanto beneficio se genera por unidad de activo:

---

<sup>15</sup> Rentabilidad sobre la inversión.

<sup>16</sup> Rentabilidad sobre los activos.

<sup>17</sup> Rentabilidad sobre capital empleado.

<sup>18</sup> Rentabilidad sobre el patrimonio.

$$ROA = \frac{\text{Resultado del Ejercicio}}{\text{Activo}}$$

Al mismo tiempo el ROA puede ser dividido en dos ratios que muestran dos conceptos diferentes:

$$ROA = \frac{\text{Resultado del Ejercicio}}{\text{Ventas}} \times \frac{\text{Ventas}}{\text{Activo}}$$

El primer cociente hace referencia al margen sobre ventas y el segundo a la rotación de activos. La rentabilidad sobre los activos depende por una parte del margen que posee la empresa sobre sus ventas, y por otro lado de la rotación de sus activos lo cual refleja los ingresos que la empresa genera por unidad de activos mantenidos.

### 3.5.2 ROE (Return on Equity)

En lo que respecta al ROE, hace referencia a la eficiencia con la que la empresa hace uso de los recursos proporcionados por los acreedores para generar beneficios:

$$ROE = \frac{\text{Resultado del Ejercicio}}{\text{Patrimonio Neto}}$$

Este es un indicador muy cotizado por los inversores pues permite ver cuántos beneficios genera la empresa por unidad de inversión y cuál será la rentabilidad que se podría obtener en caso de invertir en dicha entidad.

Del mismo modo que el ROA este ratio también puede ser descompuesto para obtener más información de él. A esta descomposición se le asigna un nombre particular, descomposición de DuPont, también conocido como modelo de beneficio estratégico. De esta manera se obtiene lo siguiente:

$$ROE = \frac{\text{Resultado del Ejercicio}}{\text{Ventas}} \times \frac{\text{Ventas}}{\text{Activo}} \times \frac{\text{Activo}}{\text{Patrimonio Neto}}$$

Se obtiene así el producto del margen de beneficios, la rotación de activos y el ratio de apalancamiento. Esta descomposición es especialmente utilizado cuando se efectúan análisis del ROE de una empresa a lo largo del tiempo o entre diferentes empresas contemporáneas para ver así donde estriban las principales diferencias.

Esta descomposición permite comprender de una manera más detallada como y porque suceden los cambios en el ROE a los largo del tiempo. Por ejemplo si el ROE crece

debido al crecimiento de los dos primeros indicadores puede decirse que es un crecimiento debido a razones de negocio. Sin embargo si el ROE crece por crecimiento del apalancamiento financiero se concluye que el motivo de este crecimiento es un aumento del riesgo financiero.

En definitiva la descomposición de DuPont nos permite ver cuáles son los “drivers” de la rentabilidad de la empresa a analizar y al mismo tiempo tomar decisiones sobre algún cambio de rentabilidad que se dé a lo largo del tiempo.

### **3.6 Indicadores de Gestión Financiera**

Cuando hablamos de ratios de gestión de activos lo que se quiere analizar es la eficiencia con la que la empresa hace uso de sus activos. Los ratios que analizaremos son los siguientes: rotación de inventario, rotación de activos, días en cuentas por cobrar y días en cuentas por pagar.

#### **3.6.1 Rotación de inventario**

Relación de costos de bienes vendidos con el valor de los productos que se poseen en el inventario:

$$\text{Rotación de Inventario} = \frac{\text{Costo de bienes vendido}}{\text{Inventario}}$$

Habitualmente para calcular este ratio se utiliza el inventario promedio a lo largo del periodo de facturación.

#### **3.6.2 Rotación de activos**

Este ratio habla del volumen de ventas que una empresa puede alcanzar a cierta cantidad de activos. Las compañías que tienen una baja rotación de activos necesitan una gran cantidad de recursos para generar ventas y al revés, en el caso de tener una alta rotación significa que con pocos recursos son capaces de tener un volumen muy alto de ventas.

$$\text{Rotación de Activos} = \frac{\text{Ventas}}{\text{Activos}}$$

#### **3.6.3 Días en cuentas por cobrar**

Este ratio informa a cerca cuál es el plazo del crédito proporcionado a los clientes para recibir sus pagos, es decir en cuantos días se convierten las ventas en efectivo para la caja:

$$\text{Días en cuentas por Cobrar} = \frac{\text{Cuentas por Cobrar} \times 365}{\text{Ventas}}$$

### 3.6.4 Días en cuentas por pagar

El concepto de este ratio es exactamente el mismo al anterior sin embargo haciendo referencia en esta ocasión al plazo de crédito que se obtiene de los proveedores para pagarles:

$$\text{Días en cuentas por Pagar} = \frac{\text{Cuentas por Pagar} \times 365}{\text{Coste de los bienes vendidos}}$$

## 3.7 Indicadores de riesgo

### 3.7.1 Z-Score de Altman

Se trata de un test que ayuda a medir la probabilidad que tiene una empresa de caer en bancarrota a partir de sus estados financieros. Está basado en cinco ratios financieros clave que pueden encontrarse y calcularse mediante los estados financieros de una empresa dada, de esta manera se calcula:

$$Z - Score = 1,2 * A + 1,4 * B + 3,3 * C + 0,6 * D + 1,0 * E$$

$$A = \frac{\text{Capital de Trabajo}^{19}}{\text{Activos Totales}}$$

$$B = \frac{\text{Beneficios Retenidos}^{20}}{\text{Activos Totales}}$$

$$C = \frac{\text{BAII}}{\text{Activos Totales}}$$

$$D = \frac{\text{Capitalización de mercado}}{\text{Total Deudas}}$$

$$E = \frac{\text{Ventas}}{\text{Activos Totales}}$$

<sup>19</sup> Capital de Trabajo: la parte del activo corriente que se financia con recursos de carácter permanente. (<http://www.jomaneliga.es>)

<sup>20</sup> Beneficios retenidos: es el capital que queda después de que los dividendos y los impuestos han sido pagados. (<https://pyme.lavoztx.com>)



Típicamente una puntuación por debajo de los 1,8 puntos muestra sensible riesgo de banca rota, por otro lado una puntuación por encima de los 3 puntos muestra bajo riesgo de bancarrota<sup>21</sup>.

### 3.8 Enterprise Value (Valor de la Empresa)

El “Enterprise Value” es una medida del valor de toda la empresa, toma en cuenta como se están financiando los activos de la empresa sin diferir entre deuda o fondos propios, de esta manera la fórmula para calcularlo es la siguiente:

$$\text{Enterprise Value} = \text{Capitalización de Mercado} + \text{Deuda} - \text{Efectivo en Caja}$$

Más adelante se empleara como indicador del tamaño de la empresa a analizar, a la vez con los activos totales, las ventas y los flujos de inversión.

### 3.9 Conclusión

A lo largo de este primer bloque de finanzas se han explicado dos principales ideas. En primer lugar se ha hablado de los estados financieros explicando cada uno de ellos y apoyándose en ejemplos:

- Balance de situación
- Cuenta de resultados
- Estado de flujos de caja

En segundo lugar se ha hablado de diferentes tipos de indicadores financieros, los cuales serán empleados más adelante para el análisis financiero de las diferentes etapas de las industrias.

También en este apartado se ha hecho uso de ejemplos seleccionados que reflejaban lo que se quería transmitir de la forma más fiel y clara posible. Como el comparativo que se ha hecho en el apartado de cuenta de resultados con Urbaser SA y Abengoa SA como protagonistas. O también el comparativo del apalancamiento en el cual se ha podido ver como se plasman dos industrias tan diferentes en los ratios financieros.

---

<sup>21</sup>[www.investopedia.com](http://www.investopedia.com)

### 3.10 Anexo

Período terminado:	2017 31/12	2016 31/12	2015 31/12	2014 31/12
Total activos corrientes ▾	124308	105408	90114	78656
Total activos ▾	197295	167497	147461	129187
Total pasivo corriente ▾	24183	16756	19310	16779
Total pasivo ▾	44793	28461	27130	25327
Patrimonio neto ▾	152502	139036	120331	103860
Total pasivo y patrimonio neto	197295	167497	147461	129187
Acciones comunes en circulación	694,78	691,29	687,35	680,17
Acciones preferidas en circulación	-	-	-	-

**Figura 16 Balance de Situación Alphabet (Google)**

Período terminado:	2017 31/12	2016 31/12	2015 31/12	2014 31/12
Ingresos totales ▾	110855	90272	74989	66001
Consumos y otros gastos externos	45583	35138	28164	25313
Beneficio bruto	65272	55134	46825	40688
Total gastos de explotación ▾	84709	66556	55629	49505
Resultado de explotación	26146	23716	19360	16496
Ingresos financieros	808	90	35	585
Enajenación de instrumentos financieros	-	-	-	-
Otros - Neto	239	344	256	178
Resultado ordinario antes de impuestos	27193	24150	19651	17259
Impuesto sobre beneficios	14531	4672	3303	3639
Resultado del ejercicio procedente de las operaciones continuadas	12662	19478	16348	13620
Resultado atribuido a intereses minoritarios	-	-	-	-
Activos en controladas	-	-	-	-
Ajuste US PCGA (GAAP)	-	-	-	-
Resultado procedente de las operaciones continuadas	12662	19478	16348	13620
Resultado operaciones interrumpidas	-	-	-	516
Resultado atribuido al grupo	12662	19478	16348	14136
Total ajustes al ingreso	-	-	-522	-
Resultado procedente de las operaciones continuadas (neto de minoritarios)	12662	19478	15826	13620
Ajuste del resultado	-	-	-	-
Resultado del ejercicio	12662	19478	15826	14136
Resultado promedio ponderado por acción	703,44	698,71	692,93	687,07
Beneficio por acción del periodo	18	27,88	22,84	19,82
Dividendo por acción	-	-	-	-
UPA - Utilidades por acción	19,81	27,88	22,84	20,26

**Figura 17 Cueta de Resultados Alphabet (Google)**

Período terminado:	2017 31/12	2016 31/12	2015 31/12	2014 31/12
<b>Total activos corrientes</b>	-	-	-	-
<b>Total activos ▼</b>	-	731856	749855	651511
<b>Total pasivo corriente</b>	-	-	-	-
<b>Total pasivo ▼</b>	-	684492	702565	602413
<b>Patrimonio neto ▼</b>	-	47364	47290	49098
<b>Total pasivo y patrimonio neto</b>	-	731856	749855	651511
<b>Acciones comunes en circulación</b>	-	6660,56	6627,16	6566,04
<b>Acciones preferidas en circulación</b>	-	-	-	-

**Figura 18 Balance de Situación BBVA**

Período terminado:	2017 31/12	2016 31/12	2015 31/12	2014 31/12
<b>Margen de intereses ▼</b>	17758	17060	16022	14382
Dotaciones a provisiones	-	3599	4249	4340
<b>Margen ordinario</b>	17758	13461	11773	10042
Comisiones percibidas	7512	14429	14362	13119
Comisiones pagadas	-18339	-21498	-21532	-19181
<b>Resultado ordinario antes de impuestos</b>	6931	6392	4603	3980
Impuesto sobre beneficios	2169	1699	1274	898
<b>Resultado del ejercicio procedente de las operaciones continuadas</b>	4762	4693	3329	3082
Resultado atribuido a intereses minoritarios	-1243	-1218	-686	-464
Activos en controladas	-	-	-	-
Ajuste US PCGA (GAAP)	-	-	-	-
<b>Resultado procedente de las operaciones continuadas</b>	3519	3475	2643	2618
Resultado operaciones interrumpidas	-	-	-	-
<b>Resultado atribuido al grupo</b>	3519	3475	2643	2618
Total ajustes al ingreso	-	-260	-213	-
<b>Resultado procedente de las operaciones continuadas (neto de minoritarios)</b>	3519	3215	2430	2618
Ajuste del resultado	-	-	-	-
<b>Resultado del ejercicio</b>	3519	3215	2430	2618
Resultado promedio ponderado por acción	7331,25	6567,76	6587,61	6325,25
<b>Beneficio por acción del periodo</b>	0,48	0,49	0,37	0,41
Dividendo por acción	0,24	0,16	0,15	0,07
<b>UPA - Utilidades por acción</b>	0,93	0,57	0,48	0,44

**Figura 19 Cuenta de Resultados BBVA**

## **4 El posicionamiento estratégico en una industria madura**

### **4.1 Introducción**

En este tema hablaremos del posicionamiento que se da cuando una industria alcanza la madurez. El objetivo cuando se alcanza la madurez de una industria es hacer fuerte el posicionamiento estratégico buscando alcanzar la máxima rentabilidad posible, esto se debe a que en los mercados la cuota de mercado de los competidores alcanza valores bastante constantes y robar consumidores a la competencia resulta difícil.

Se hablara también de los posicionamientos típicos en las industrias maduras, como son: el liderazgo en costes, liderazgo en diferenciación y estrategias de nicho.

Para terminar se hablará también de los riesgos de posicionamiento que existen y el más significativo de ellos, el conocido como “Stuck in the Middle”.

### **4.2 Una Industria Madura**

En los mercados maduros hay tres características muy significativas que siempre se cumplen:

- Los precios se vuelven muy estables.
- Las cuotas de mercado son muy estables.
- Las ventas crecen de manera muy lenta.

Para ilustrar estas características tomaremos el mercado de las bebidas de refresco (softdrinks) en Estados Unidos. En este mercado existen posicionamientos muy claros que nos servirán para ver de manera muy clara lo expuesto anteriormente.

#### **4.2.1 Los precios se vuelven muy estables**

Comenzando con la primera de las características, veamos cual ha sido la evolución del precio medio de la Coca-Cola lo largo de su historia en Estados Unidos.

La obtención de estos datos ha sido una ardua tarea y es por eso que solo se dispone de los datos mostrados en la Figura 20. Por los datos de la figura puede apreciarse que el precio del producto en cuestión es muy estable desde 1994 hasta 2005 durante 11 años.

Las únicas subidas de precio que se atisban podrían ser achacadas a la inflación, por lo que se puede dar por hecho que la primera característica de los mercados maduros, en el caso de la industria de las colas, se cumplen.

Año	Precio
1944	0,29 \$/l
1994	0,47 \$/l
1995	0,50 \$/l
2002	0,50 \$/l
2005	0,55 \$/l

**Figura 20 Precio de Coca-Cola en diferentes años en dólares americanos por litro a valores corrientes**

#### **4.2.2 Las cuotas de mercado son muy estables**

En segundo lugar nos fijaremos en las cuotas de mercado, acudimos para obtener esta información a un caso de Harvard Business School, en el cual se habla de la guerra de la industria de las Colas.

En dicho documento obtenemos la Figura 21, en la cual vemos las cuotas de mercado de Coca-Cola Company y Pepsico Inc. desde 1970 hasta 2009 para sus diferentes productos.

Comenzando con los datos de Coca-Cola Company se puede ver que la cuota de mercado sí tiene una pendiente positiva y ha crecido en los 39 años que incluye el estudio.

Sin embargo se puede ver de manera clara que especialmente a partir del año 1985 este crecimiento empieza a ser muy poco pronunciado con un pequeño receso después de haber alcanzado el máximo en la década de los 90 e inicio de los 00.

	1970	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2009
<b>Coca-Cola Company</b>	<b>34,7</b>	<b>35,9</b>	<b>39,5</b>	<b>41,1</b>	<b>42,3</b>	<b>44,1</b>	<b>43,1</b>	<b>41,9</b>
Coca-Cola	28,4	25,3	21,7	20,7	20,9	20,4	17,6	17
Diet Coke	-	-	6,8	9,3	8,8	8,7	9,8	9,9
Sprite and Diet Sprite	1,8	3	4,7	4,5	5,7	7,2	6,3	6,1
Caffeine Free Coke, Diet Coke	-	-	1,7	2,9	2,6	2,2	1,8	1,4
Fanta	-	-	0,9	0,7	0,7	0,2	1,6	1,8
<b>PepsiCo. Inc.</b>	<b>19,8</b>	<b>27,8</b>	<b>30,3</b>	<b>32,4</b>	<b>30,9</b>	<b>31,4</b>	<b>31,4</b>	<b>29,9</b>
Pepsi-Cola	17	20,4	19,3	17,6	15	13,6	11,2	9,9
Diet Pepsi	1,1	3	3,9	6,3	5,8	5,3	6	5,6
Caffeine Free Pepsi, Diet Pepsi	-	-	2,5	2,3	2	1,7	1,4	1

**Figura 21 Cuota de mercado de Coca-Cola Company y PepsiCo Inc.<sup>22</sup>**

Por otro lado mirando a Pepsico Inc. también posee una curva positiva de variación de cuota de mercado a lo largo de estos 39 años, sin embargo alcanza un máximo que no mantiene en los años 90.

Para terminar y confirmar la característica de mercados maduros de la que estamos hablando, fijémonos en el hecho de que desde los años 1985 ambas mantienen una cuota de mercado muy similar que apenas sufre variaciones a lo largo del tiempo. Por lo que se concluye que la industria de las bebidas de refresco (softdrinks) es un mercado maduro en lo que se refiere a la cuota de mercado de los principales competidores.

#### **4.2.3 Las ventas crecen de manera muy lenta**

Se pasa ahora a mirar la tercera de las características mencionadas previamente. La evolución de las ventas en la misma industria y para los mismos competidores. Cabe destacar que en este estudio se incluyen todos los productos que se encuentran bajo estas dos grandes firmas, y esto adultera un poco los resultados. Sin embargo no ha habido forma de obtener los datos de todos estos años únicamente para las bebidas por lo que se ha decidido hacerlo así.

De la Figura 22 se puede observar que hasta 2007 en ambas marcas el crecimiento de las ventas es positivo y muy significativo. Esto se debe al gran número de adquisiciones que se han hecho por parte de las dos empresas. En el caso de Pepsico destaca la adquisición de Tropicana en 1998, posteriormente también adquirió Gatorade. Por parte de The Coca-Cola Company destacan las adquisiciones de las marcas de bebidas de

<sup>22</sup> Los porcentajes totales de cuota de mercado de ambas compañías no coinciden con la suma de los porcentajes de los productos que aparecen de la tabla porque no están incluidos todos los productos de dichas compañías debido al alto grado de diversificación que tienen.

refresco: Thumbs Up (1993), Barq's (1995), Odwalla (2001) y Fuze Beverage (2007) entre otras.

Estas es una de las pocas formas que hay para crecer de manera significativa en mercados maduros (se hablará de esto más adelante), a pesar de esto a partir de 2007 ambas compañías alcanzan la estabilidad.

	1970	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2007	2008	2009
<b>Coca-Cola Company</b>										
Ventas	2.773	5.475	5.879	10.236	18.127	20.458	23.104	28.857	31.944	30.990
<b>PepsiCo. Inc.</b>										
Ventas	2.709	5.975	7.585	17.515	19.067	20.438	32.562	39.474	43.251	43.232

**Figura 22 Ventas en millones de \$**

Por lo tanto se puede ver con las cifras de los últimos tres años de los que se poseen datos que la industria de las bebidas carbonatadas es un mercado maduro. La variación más grande de las ventas es del 1% en los años 2007, 2008 y 2009. Esto confirma la tercera característica de la que se hablaba al inicio de este apartado, las ventas crecen de manera muy lenta.

### **4.3 Desarrollo del Liderazgo en Diferenciación**

En una industria madura los posicionamientos de los competidores están muy bien definidos. La innovación está determinada por experiencia basada en el mercado que adquieren los competidores más veteranos, así las barreras competitivas que se alcanzan son muy grandes para la entrada de nuevos competidores.

Una de las estrategias a seguir por los competidores en una industria madura es la de desarrollar liderazgo en diferenciación. Esto consiste en ofrecer un producto que haga que el consumidor perciba como único y muy diferente al resto. Es por ese motivo que el consumidor se encuentra en disposición de pagar más que por el resto de productos y así la empresa obtiene un mayor margen de beneficio.

Para que esta estrategia se lleve a cabo de manera exitosa deben de cumplirse dos premisas:

- Los productos deben ser diferentes a los que ofrecen los competidores.
- El consumidor debe percibir esa diferencia.

En lo que respecta al primero, el concepto de producto engloba la calidad, el prestigio, la imagen de marca, el envase, etc. De manera que para diferenciar el producto se puede optar por cualquiera o varios de ellos.

#### **4.3.1 Ejemplos**

Uno de los ejemplos más significativos que sigue fielmente esta estrategia es Apple. La compañía estadounidense es sinónimo de productos de calidad exquisita, alto rendimiento y un diseño que atrae a todo el mundo. El cliente adquiere una sensación de utilidad y estética muy alta, por este motivo se encuentra en disposición de pagar una cantidad más elevada por el producto. Así Apple a pesar de sus elevados precios de venta se encuentra entre las primeras empresas en ventas del sector.

Mirando ahora a las islas británicas en una encuesta hecha en 2010 sobre cuál era la marca más atractiva para los ingleses Aston Martin salió en primera posición, el coche que conduce James Bond parece atractivo a la gran mayoría de los británicos. Este hecho acompañado con las prestaciones de élite que proporcionan los deportivos fabricados por la marca inglesa y la posibilidad de fabricar el coche a medida del cliente hacen de la estrategia de diferenciación de Aston Martin el mejor valedor de sus altos márgenes. Existen otros fabricantes de superdeportivos que ofrecen coches con mismas prestaciones deportivas e incluso notablemente mejores como pueden ser Bugatti o Pagani, sin embargo Aston Martin consigue diferenciarse de manera diferente gracias a sus exquisitos acabados, su atractiva línea estética y su flexibilidad con el cliente.

### **4.4 Desarrollo del Liderazgo en Costos**

Otro de los posicionamientos más habituales en las industrias maduras es el del liderazgo en costos. En este apartado se definirá en qué consiste y cuáles son sus trazos más importantes, además se incluirán ejemplos para poder entenderlo de manera más fácil.

La estrategia para desarrollar el liderazgo en costos consiste en buscar y mantener una posición de costes bajos respecto de la competencia. Habitualmente existe una relación entre la estrategia de liderazgo en costes y el posicionamiento de una cuota de mercado amplia, esto es debido a que el tener una cuota de mercado elevada permite alcanzar una



economía de escala<sup>23</sup> y una economía de experiencia<sup>24</sup>, ambas contribuyen a la reducción de los costes unitarios.

La estrategia de liderazgo en costo requiere grandes instalaciones con capacidades muy elevadas de producción, y van habitualmente acompañados por equipos rígidos de producción que están especializados en la fabricación de un solo producto.

Las empresas que toman esta ruta estratégica a veces lo hacen por localización geográfica y eso les permite obtener una materia prima más barata. Esto nos lleva a puntualizar que las estrategias de liderazgo en coste no siempre van ligadas con empresas que tienen una cuota muy amplia de mercado, ya que en la actualidad existen casos en los que mediante tecnologías avanzadas es posible competir en costes con cuotas de mercado no tan amplias. Es ahí donde entra en juego la innovación de procesos.

#### **4.4.1 Ventajas y desventajas de la estrategia de Liderazgo en Costos**

Tener una empresa con costes muy reducidos permite a esta poder ofrecer un precio de venta más reducido, y no solo eso además también le será posible aplicar políticas de precio más agresivas para robar cuota de mercado a sus competidoras o incluso tratar de eliminarlas del grupo competitivo.

Por otro lado, como contra, cabe destacar que este tipo de estrategias llevan un grado de especialización muy elevado que puede derivar en inflexibilidad por parte de la empresa de cara a adaptarse a nuevas tecnologías o nuevas demandas de los consumidores. Esto podría resultar negativo en el caso de que sucediera una innovación disruptiva en la industria en cuestión.

Para terminar también podría llevar esta estrategia a que la empresa desarrolle una idea excesivamente estática del mercado, descuidándolo y viéndose sorprendido por alguna innovación para la cual no tiene respuesta. Es por esto que se recomienda esta estrategia especialmente para mercados muy estables y maduros.

---

<sup>23</sup>**Economía de escala:** son las ventajas que en términos de costos obtiene una entidad gracias a alcanzar cotas de producción elevadas. Así mismo cuando la cantidad de producción pasa a ser superior se da el fenómeno de que el coste por unidad fabricada se vea reducido.

<sup>24</sup>**Economía de experiencia:** representa las ventajas en términos de costos de producción que se obtienen con el aumento de la cantidad producida acumulada.

#### **4.4.2 Ejemplo**

En la industria textil, hay grandes empresas en la actualidad que siguen estrategias de liderazgo en costes, dos de ellas son H&M y Uniqlo.

H&M es una empresa de origen sueco que ha crecido muchísimo gracias a sus reducidos costos que es lo que les permite ofertar sus prendas a precios extremadamente competitivos. Esto hizo que a partir del año 2000 se disparara su expansión, pasando de estar representado solo en los países del norte de Europa a estar presente en todo el mundo con su llegada a América latina en 2012.

Por otro lado el éxito de Uniqlo viene debido a la exitosa combinación de innovación y desarrollo que han podido ejercer. No se trata de una marca de tendencias, y aprovecha la ola de los avances tecnológicos más punteros desarrollados en Japón siempre que puede. Uniqlo se caracteriza por ofrecer básicos de calidad y funcionales, con tonalidades lisas y una gran versatilidad. Así el éxito actual de Uniqlo es innegable, posee más de mil establecimientos en catorce países y algunos expertos señalan que amenaza a la poderosa Zara.

### **4.5 Las Estrategias de Nicho**

Para terminar con las estrategias por las que es posible optar dentro de un mercado maduro, se hablará de la estrategia de nicho.

Esta estrategia trata de localizar un grupo limitado de consumidores con ciertas necesidades insatisfechas en común. Debido al reducido tamaño que acostumbran tener estos grupos, es habitual que las grandes marcas (las que poseen mayores cuotas de mercado) ignoren a estos grupos. Estos factores hacen que se genere una oportunidad de negocio para potenciales competidores que deseen entrar en el mercado o para pequeñas empresas que ya existían en él.

#### **4.5.1 Características de un Nicho**

Algunas de las características que debe tener un grupo de consumidores para poder llegar a ser un nicho válido son las siguientes:

1. Tener un tamaño suficiente como para ser rentable.
2. Estar compuesto por un número reducido de personas, empresas u organizaciones.
3. Ser la fracción de un determinado segmento de mercado.

4. Los clientes comparten unas necesidades y deseos particulares homogéneos y satisfacerlos supone un grado de complejidad para la empresa.
5. Los clientes están dispuestos a pagar un plus por el producto o servicio, esto permite un mayor margen de beneficios.
6. Ser un mercado libre de competencia.

#### 4.5.2 Ciclo de vida de un Nicho

Las fases del ciclo de vida de un nicho son similares a las del ciclo de vida de una industria (explicadas en el primer bloque de estrategia), sin embargo estas fases ocurren de manera diferente en los nichos. Actualmente lo más habitual son los nichos rápidos, es una tendencia que se ha establecido.

Esto se debe a la elevada intensidad que muestran los nuevos mercados actualmente, debido a las tecnologías disruptivas y los rápidos cambios culturales el agotamiento de ventajas competitivas es algo habitual y la incertidumbre es más alta que nunca.

Esto deriva en el breve ciclo de vida de los nichos de mercado y la extinción constante de nichos, así lo más habitual en el ciclo de vida de los nichos actuales es que el periodo de madurez sea muy corto o inexistente (Figura 23).

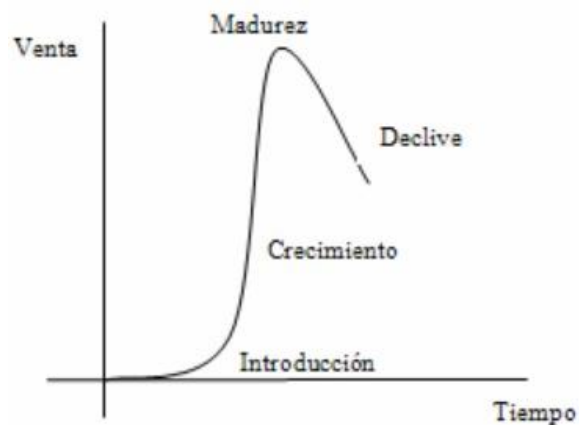


Figura 23 Ciclo de Vida nicho de mercado actual

#### 4.5.3 Ejemplos

Algunos ejemplos de nichos de mercado que han sido capaces de mantener sus ventajas competitivas a lo largo del tiempo y hacerse con la gran mayoría de los consumidores son los siguientes:

- Steiner Optical posee el 80% del mercado mundial de lentes militares.

- Becher abarca el 50% del mercado mundial de paraguas.
- Hohner controla el 85% del mercado mundial de armónicas.

En general un nicho es una oportunidad para que una empresa pequeña pueda plantarle cara a otras empresas a priori más poderosas. Estos ejemplos son casos en los que la ventaja competitiva para estas entidades reside en la especialización obteniendo así el liderazgo de dicho mercado.

#### **4.6 Los Riesgos en el Posicionamiento – *Stuck in the Middle***

El posicionamiento adecuado cuando una industria alcanza la madurez es una obligación por parte de las empresas, ya que de lo contrario los riesgos se disparan y puede aparecer el fenómeno llamado “Stuck in the Middle”. Este se refiere a una situación en la que ni se lidera en costes ni se lidera en diferenciación, y eso es arriesgado.

Cuando una empresa no destaca por tener un producto claramente diferenciado por el que el consumidor está dispuesto a pagar más, y al mismo tiempo no tiene la capacidad de competir en costes con sus rivales habiendo en el mercado productos más baratos que el suyo, tiene un problema.

Esto sucede en la mayoría de los casos porque el director de negocio no sabe que debe escoger entre una de estas dos estrategias generales o porque cree que puede abordar las dos al mismo tiempo, lo cual no es cierto.

Dos casos típicos de esto son los siguientes:

- Un modelo de negocio diseñado para ser líder en costes comienza a añadir extras al producto que no generan un beneficio (ni valor añadido) significativo para el consumidor de manera que este sigue sin estar dispuesto a pagar más por el producto. Esto genera un coste extra que se queda sin verse sufragado.
- Un modelo de negocio que tiene por estrategia diferenciarse y obtener así un mayor margen se ve presionado por los competidores que tienen una estrategia de liderazgo en coste. Así mismo comienza a recortar costes en áreas que son clave para sus ventajas competitivas de diferenciación.

Para resolver una situación de Stuck in the Middle se recomienda un replanteamiento de la estrategia de la empresa. Se deben tener claro a quién va dirigido el producto, a quién

no, qué es lo que ofrece el negocio y qué no. En definitiva tener un Business Model Canvas<sup>25</sup> claro y definido.

La estrategia no solo trata de tomar decisiones correctas sino de ser persistentes con estas decisiones y acompañar estas decisiones con coraje y convicción para materializarlas en acciones y resultados positivos.

## **4.7 Conclusión**

En este segundo bloque de estrategia se ha analizado de forma más detallada lo que es una industria madura, para ello se ha tomado un ejemplo muy significativo de ello, la de los refrescos y en concreto las colas. En este ejemplo se han visto las tres características principales de las industrias maduras:

- Los precios se vuelven muy estables.
- Las cuotas de mercado son muy estables.
- Las ventas crecen de manera muy lenta.

Además se han contrastado estas características en la industria de las colas haciendo uso de datos obtenidos de Harvard Business School.

Una vez alcanzado este punto se han explicado los posicionamientos más característicos de una industria madura:

- Liderazgo en costos.
- Liderazgo en diferenciación.
- Estrategia de nicho.

Finalmente se ha tomado el tema de los riesgos en una industria madura, donde destaca el fenómeno “Stuck in the Middle”. Explicando de qué se trata, como se da y que debe hacerse para salir de él.

---

<sup>25</sup> Véase Figura 47 Business Model Canvas

## **5 Del posicionamiento a los indicadores financieros**

### **5.1 Introducción**

El posicionamiento, hecho que se da cuando una industria alcanza la madurez, puede verse reflejado también en los indicadores financieros.

En este bloque de finanzas, se pasará a hablar primero sobre la industria madura diferenciando en la misma tres modelos de posicionamiento:

- Modelos de Alto Margen y Baja Rotación.
- Modelos de Alta Rotación y Bajo Margen.
- Modelos de Nicho.

En cada uno de estos se mirará a los estados financieros para poder ver estos modelos reflejados en los mismos y se acompañarán todos mediante ejemplos ilustrativos.

Posteriormente se pasará a hablar sobre los riesgos en una industria madura, para lo cual se ha tomado la industria automotriz estadounidense como ejemplo. En la misma se mirará a tres de las principales empresas de dicha industria y mediante el análisis de algunos indicadores financieros se hablará de los principales riesgos presente dentro de una industria madura.

Todos estos indicadores empleados en este capítulo han sido previamente presentados en el segundo capítulo del presente documento, o lo que es igual, el primer bloque de finanzas. La elección de estos indicadores ha sido siguiendo un procedimiento empírico en el cual se han analizado mediante gráficas múltiples indicadores para diversas industrias concluyendo que los seleccionados y por lo tanto los que se muestran a continuación son los más adecuados.

Finalmente se concluirá el bloque haciendo un breve resumen de lo analizado anteriormente.

### **5.2 Dos modelos diferentes según margen y rotación**

Antes de abordar el siguiente comparativo de modelos en el que se comparará un modelo de alto margen y baja rotación, con otro de bajo margen y alta rotación deben ser explicados los conceptos de margen y rotación.

En primer lugar el margen es aquella diferencia entre el precio de venta y el coste de producir y mantener un producto antes de su venta. Si un negocio no tiene un margen de ganancias acorde a sus gastos no podrá hacer frente a estos.

Así se define el margen neto como el beneficio obtenido por cada unidad monetaria vendida, por lo general cuanto más alto sea el margen neto más rentable será la empresa.

Por otro lado la rotación es la relación existente entre las ventas y los activos de una empresa tal y como fue explicado en el primer bloque de finanzas.

Resulta interesante ver cuántos activos necesita poseer una empresa (fábricas, materias, maquinaria...) para generar los beneficios que genera y que porcentaje son los beneficios en relación a los activos que posee la empresa.

### **5.2.1 Modelos de Alto Margen y Baja Rotación**

Cuando una empresa opta por una estrategia de alto margen de ganancias acostumbra a ofrecer un valor añadido superior al de otros competidores, esto justifica un precio más elevado de su producto (mucho más elevado que la suma de todos los costes asociados al producto), obteniendo así un margen de beneficio elevado.

Este tipo de estrategia acostumbra a ir acompañado por una baja rotación de activos, sin embargo debido al alto margen de beneficio el reducido volumen de ventas normalmente no es un problema, y resultan suficientes para cubrir todos los gastos del ejercicio. Este tipo de estrategia permite además despreocuparse en cierta medida de los competidores debido a la singularidad, calidad y excelencia del servicio/ producto ofertado, siempre y cuando la diferenciación se percibe por el consumidor. Este último hecho es el que hace que se encuentren en disposición a pagar más por el producto.

Dos buenos ejemplos de este tipo de estrategias son las marcas de ropa de alta gama Ralph Lauren y Tommy Hilfiger. Estas empresas tienen una clara estrategia de alto margen y baja rotación que se ve reflejada en sus altos precios en comparación con otras empresas textiles como pueden ser H&M o Zara (Inditex).

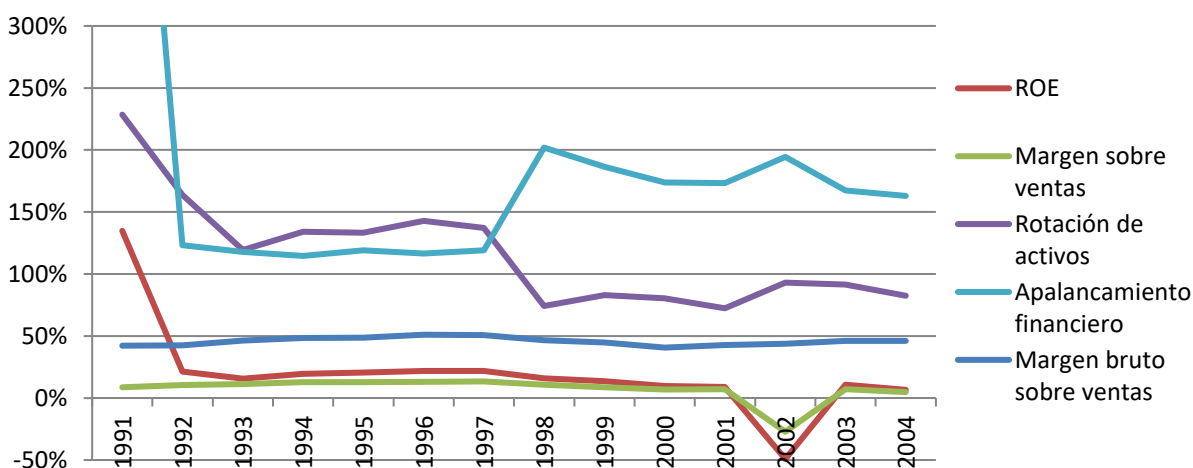
Para analizar esto se han acudido a los estados financieros de los últimos años de estas dos compañías y mediante estos se han graficado diferentes ratios que permiten ver los posicionamientos de los que se está hablando.

### 5.2.1.1 Tommy Hilfiger

En primer lugar, tomando Tommy Hilfiger se ha graficado en la Figura 24 el análisis de DuPont con un ratio más que se le ha añadido a este para ver de manera más clara los márgenes de esta empresa. Se han seleccionado estos ratios a partir de una muestra amplia que se ha efectuado de manera empírica utilizando la base de datos Compustat.

De este modo puede verse como desde el año 1991 la rotación de activos se ha visto atenuada de manera considerable alcanzando un tercio de lo que era en un principio para el año 2004.

Por otro lado sorprende el bajo margen sobre ventas que se muestra en esta gráfica. Sin embargo si miramos al ratio que nos proporciona la relación entre beneficio bruto y ventas vemos el alto margen del que hemos estado hablando al explicar este tipo de estrategia. Esto se verá claro más adelante al compararlo con otra empresa de la misma industria que sigue una estrategia completamente diferente como la marca sueca H&M.



**Figura 24 Análisis DuPont y margen bruto sobre ventas de Tommy Hilfiger**

En cuanto al análisis de DuPont puede concluirse que al tratarse de una industria madura los cambios son mínimos. Se puede apreciar de manera clara que el ROE apenas varía a excepción del año 1991 y el año 2002 en los que puede verse una recesión debida a la bajada drástica de la rotación de activos del año 1991 al 1993 en el caso del primero, y a la caída del margen sobre ventas en el segundo caso.



Puede verse también en el segundo caso que a pesar de un aumento en el apalancamiento financiero este no es suficiente para mantener la rentabilidad. Debe recordarse que el apalancamiento financiero no es siempre válido para aumentar la rentabilidad de una empresa lo cual puede verse en este punto.

### 5.2.1.2 Ralph Lauren

Se mira ahora a la gráfica de Ralph Lauren en la Figura 25, donde se han graficado mismo ratios que en el caso anterior (Figura 24). Destaca aquí la gran similitud que esta tiene en referencia a la de Tommy Hilfiger. Las dos curvas de rotación de activos siguen una pendiente negativa muy similar sin llegar a ser la de Ralph Lauren tan pronunciada como la de Tommy Hilfiger.

En cuanto al margen sobre ventas y ROE ambas poseen también muchas similitudes y en ambas llama la atención los bajos valores de la curva margen sobre ventas. Sin embargo tal y como ha sucedido en el caso de Tommy Hilfiger mirando al cociente beneficio bruto sobre ventas vemos que este es elevado, alcanzando en los últimos años el 60% en el caso de Ralph Lauren.

Destaca del mismo modo en la Figura 25 la volatilidad del apalancamiento financiero, y resulta interesante ver como las pequeñas caídas en la rotación de activos van ligadas con los pequeños picos en el apalancamiento financiero, esto da como resultado una curva considerablemente estable para la ROE.

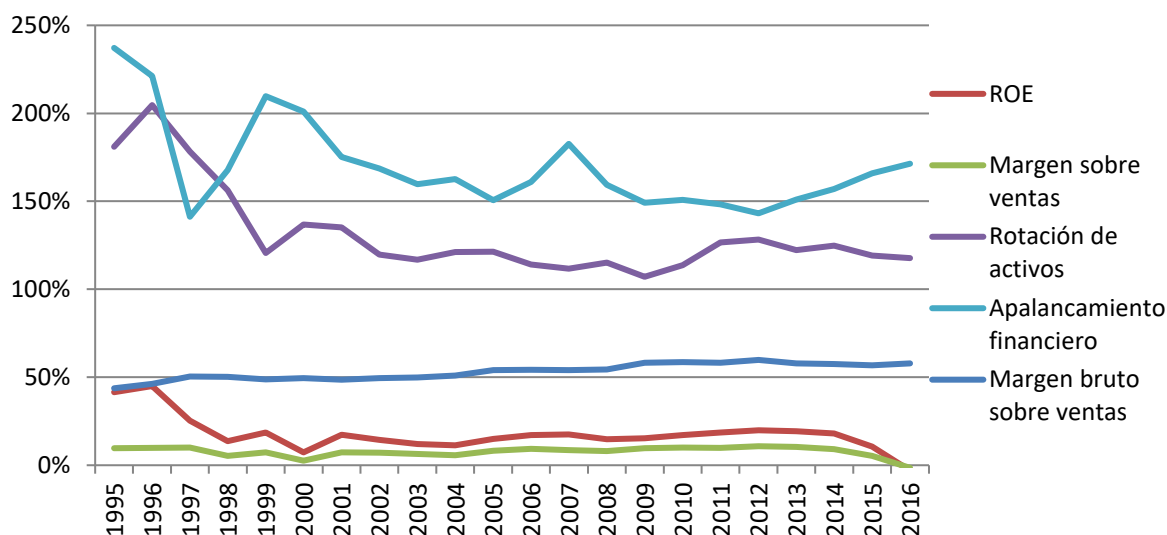


Figura 25 Análisis DuPont y margen bruto sobre ventas de Ralph Lauren

Para concluir este apartado, cabe destacar la similitud de las curvas graficadas en la Figura 24 y Figura 25, esto se debe a que estas dos empresas tienen un posicionamiento similar dentro de la industria textil y que ambos siguen una estrategia de diferenciación.

Queda claro es que Ralph Lauren y Tommy Hilfiger muestran una estrategia en su modelo de negocio muy similar, que se ve claramente reflejado en los similares que son las curvas que acabamos de analizar para las dos empresas. Esto quedará más claro aún cuando se analicen las curvas de H&M en el siguiente apartado y se pueda ver como contrastan.

### **5.2.2 Modelos de Alta Rotación y Bajo Margen**

En una empresa que opta por una estrategia clara de liderazgo en costes, esta debe verse reflejada en el bajo margen sobre ventas y alta rotación. Estos dos factores son las claves de la rentabilidad sobre activos de dicha estrategia, y las que hacen que esto sea viable y salga adelante.

En una empresa en la que los márgenes son bajos el alto volumen de productos es el que marca la rentabilidad, así alcanzar economías de escala puede ser una solución para este tipo de planteamientos.

#### **5.2.2.1 H&M (Hennes and Mauritz SL)**

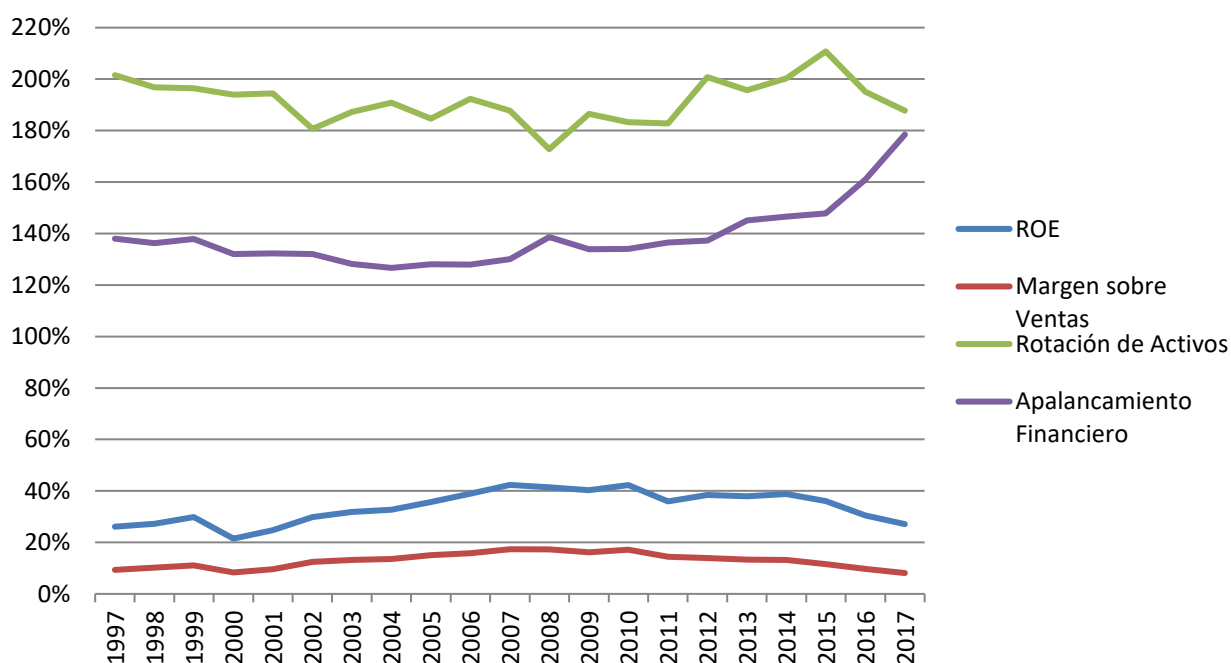
En el siguiente ejemplo nos se analizará el caso de H&M, esta es una empresa que destacó y se esparció por el mundo gracias a una buena combinación entre precios muy bajos y ropa muy actualizada a las modas del momento. Esta expansión se dio principalmente en la década de los noventa y destacó por obtener colaboraciones con grandes diseñadores que le dieron un cariz singular y atractivo para los consumidores.

En la gráfica de H&M para los últimos veinte años podemos ver como existe una clara estabilidad. Empezando por la rotación de activos se puede ver que esta ha sido elevada siempre, superando los dos puntos durante muchos años y que no ha sufrido grandes variaciones.

En lo que respecta a la curva del margen sobre ventas vemos que este es muy bajo, nunca por encima del 20% y siempre cerca del 15%. Además parece haber tomado una tendencia negativa en los últimos diez años lo cual podría significar que se está ajustando cada vez más el margen sobre las ventas.

Cabe mencionar que no ha sido posible obtener el margen bruto de la cuenta de resultados de H&M en la versión Global de la base de datos Compustat y por lo tanto no se ha calculado el margen bruto sobre ventas. Sin embargo no se considera que esto sea de capital importancia.

Para terminar, el ROE se mantiene siempre por encima del margen sobre ventas siendo el doble que este casi siempre. Esto es debido al valor casi constante en el tiempo y cercano al dos de la rotación de activos y a la tendencia alcista del apalancamiento financiero.



**Figura 26 Análisis de DuPont H&M**

Finalmente en el análisis de DuPont para H&M también puede verse como el ROE ha variado ligeramente, habiendo alcanzado máximos entre 2006 y 2010 y tomando una tendencia negativa desde entonces.

Según se puede interpretar en la gráfico esto se debería a la caída en el margen sobre ventas, sin embargo destaca que el aumento continuado del apalancamiento financiero con el riesgo financiero que esto supone desde 2005 no ha sido capaz de retener esta caída en el ROE.

Sin embargo y como conclusión debe decirse que todas estas variaciones comentadas anteriormente resultan ser pequeñas, y es que puede verse de forma clara que H&M representa una estrategia de liderazgo en coste dentro de una industria madura.

### 5.3 Modelos de Nicho

En lo que respecta los nichos de mercado estos se dan cuando las ventas son muy bajas (poca rotación) y a demás dirigidas a un sector muy concreto y particular de la población. Esto es lo que sucede por ejemplo con la empresa textil especializada en ropa para surf y skateboarding Quicksilver. Esta es una empresa que sigue una estrategia de nicho con productos diseñados al gusto y necesidades de un sector muy concreto de los consumidores.

#### 5.3.1.1 Quicksilver

En la Figura 27 podemos ver el apalancamiento (graficado en el eje derecho); y la rentabilidad financiera (ROE), el margen sobre ventas, la rotación de activos y el margen bruto sobre ventas (graficados en el eje izquierdo). Esos indicadores se encuentran graficados para Quicksilver en Estados Unidos desde 1989 hasta 2015.

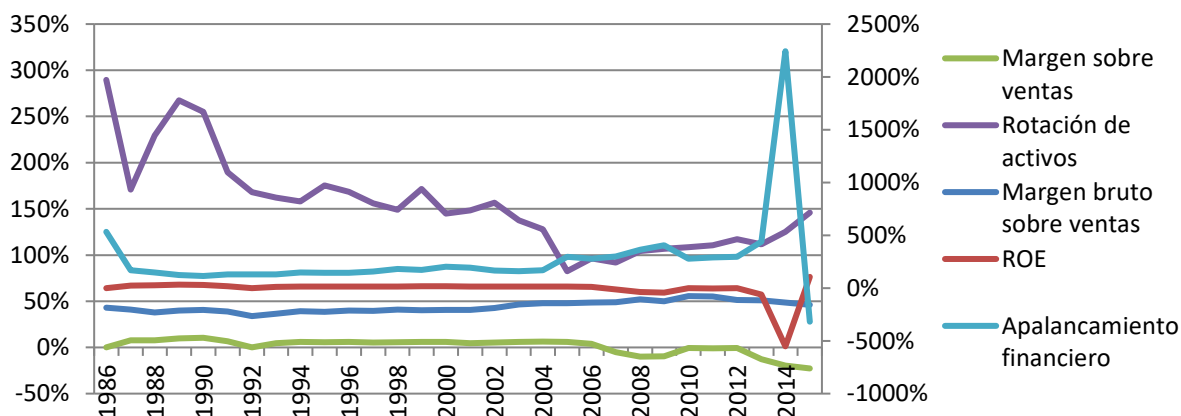


Figura 27 Análisis de DuPont y margen bruto sobre ventas para Quicksilver

Lo que destaca en primer lugar y sorprende al mismo tiempo es la alta rotación de activos que poseía Quicksilver en los años 80 y que esta ha ido reduciéndose hasta estabilizarse de alguna manera ligeramente por encima del punto.

Puede apreciarse también que el margen bruto sobre ventas es muy similar al de Ralph Lauren (sobre los 0,5 puntos), esto es habitual en las empresas que siguen estrategias de

diferenciación dentro de un nicho debido a que su posicionamiento les permite tener márgenes elevados.

Por otro lado destacan las caídas en el margen sobre ventas y la rentabilidad de los últimos años, debido a decisiones equivocadas de la marca y la decadencia que ha sufrido la moda surfera en los últimos años viéndose superada por estilos urbanos, vintage, deportivos, etc.

En cuanto al apalancamiento en el análisis de DuPont (Figura 27) puede verse la crisis de la marca de manera muy clara sobre todo en el año 2014, cuando Quicksilver rozó la quiebra cayendo en ella el año siguiente.

Así en el año 2015 la marca australiana aplicó el capítulo 11 de la ley de quiebras estadounidense, esta ley permite a las empresas reorganizarse bajo la protección de la ley. En 2017 la compañía anunció que iniciaría un nuevo capítulo en los Estados Unidos con un nuevo nombre, Boardriders Inc. y que en 2018 abriría nuevas tiendas bajo la nueva marca, siendo este el fin de Quicksilver en Estados Unidos.

### **5.3.2 Conclusión del posicionamiento en mercados maduros**

En cuanto a la comparativa de las principales estrategias en un mercado maduro, podemos sacar dos principales conclusiones. En primer lugar se ve claramente que los niveles de rotación de H&M son mucho más elevados que los de Tommy Hilfiger y Ralph Lauren, y esto se refleja también en que en el caso de H&M las curvas de margen sobre ventas y ROE se encuentran más separadas.

Por otro lado mirando al ratio beneficio bruto / ventas las diferencias entre H&M y las otras también son claras. En el caso de H&M jamás se supera el 20% cuando en el caso de Ralph Lauren se encuentra estabilizado en los últimos años en 60% y en el caso de Tommy Hilfiger y Quicksilver este es cercano al 50%.

Sin embargo lo que marca principalmente las diferencias entre los tres tipos de posicionamiento son las ventas. En la Figura 28 se dibujan las curvas de las ventas de los tres tipos de posicionamiento dentro de la industria textil (se ha obviado a Ralph Lauren porque es redundante con Tommy Hilfiger). Aquí se puede ver de manera notoria como la principal diferencia entre el modelo de alta rotación y bajo margen y los otros dos posicionamientos son las ventas, muy elevadas en el caso del primero.

Además puede verse también que las ventas en el caso de una estrategia de nicho habitúan a ser más reducidas que en el caso de diferenciación y alto margen, de modo que puede confirmarse que una compañía que sigue una estrategia de nicho venderá menos que una líder en diferenciación.

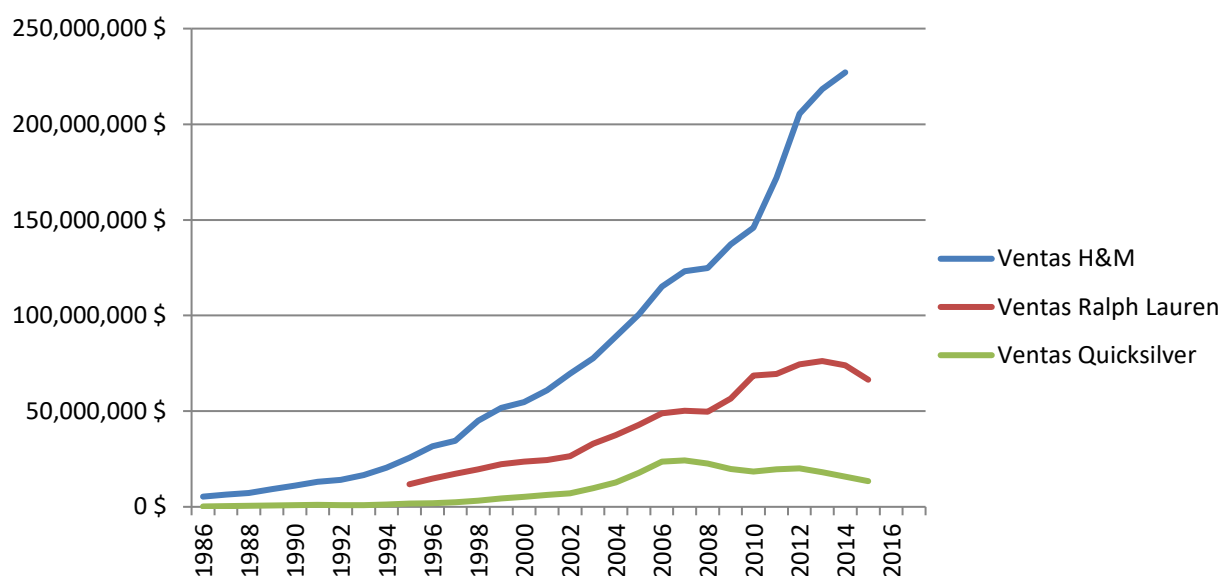


Figura 28 Ventas H&M, Ralph Lauren y Quicksilver

Finalmente se debe hacer mención especial al gradiente positivo que adquieren las ventas de H&M a partir de 2007, esto en un principio debería ser una incongruencia ya que como se ha dicho anteriormente en este texto una de las principales características de los mercados maduros es la estabilidad en ventas y cuotas de mercado.

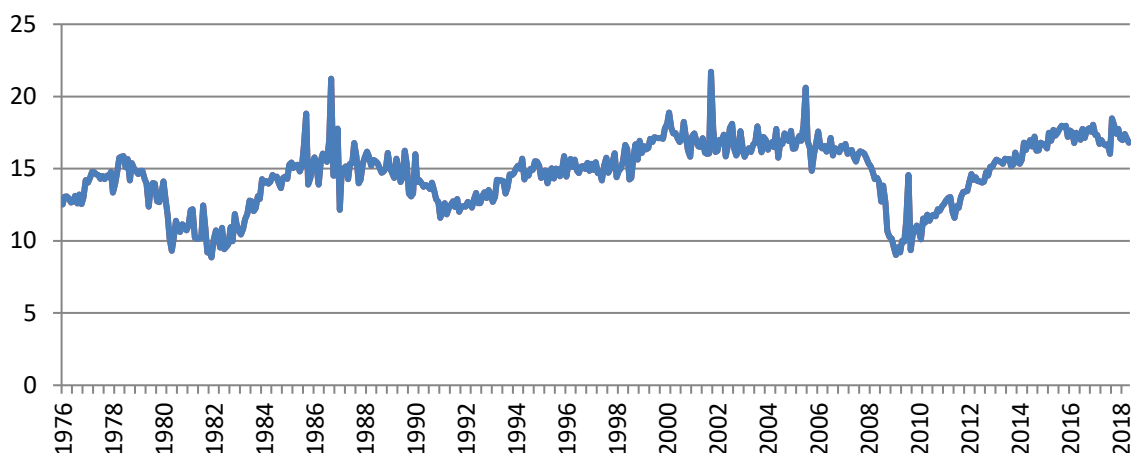
Sin embargo esto tiene una explicación, en 2007 H&M adquirió un grupo de retail<sup>26</sup> formado por Monki, Cheapmonday y Weekday, posteriormente en 2013 adquirió Other Stories y más adelante Arket. Así pues estas adquisiciones explican el incremento destacado en volumen de ventas que podemos apreciar en la gráfica y demuestra como las adquisiciones son una de las pocas herramientas que hay para crecer en ventas dentro de una industria madura.

## 5.4 El riesgo en una industria madura

Una vez alcanzada la etapa de madurez existen diferentes riesgos, en este apartado se hablara de uno en concreto que resulta muy común y ha sido recurrente en una industria

<sup>26</sup>**Retail:** sector industrial que entrega productos al consumidor final.

madura como la industria automotriz estadounidense. En la década de los setenta se alcanzó en dicha industria la madurez, en la Figura 29 puede verse un mercado maduro en el que las ventas no crecen a penas y son las recesiones de la economía estadounidense las que marcan los altibajos.



**Figura 29 Venta de vehículos en Estados Unidos en millones de unidades**

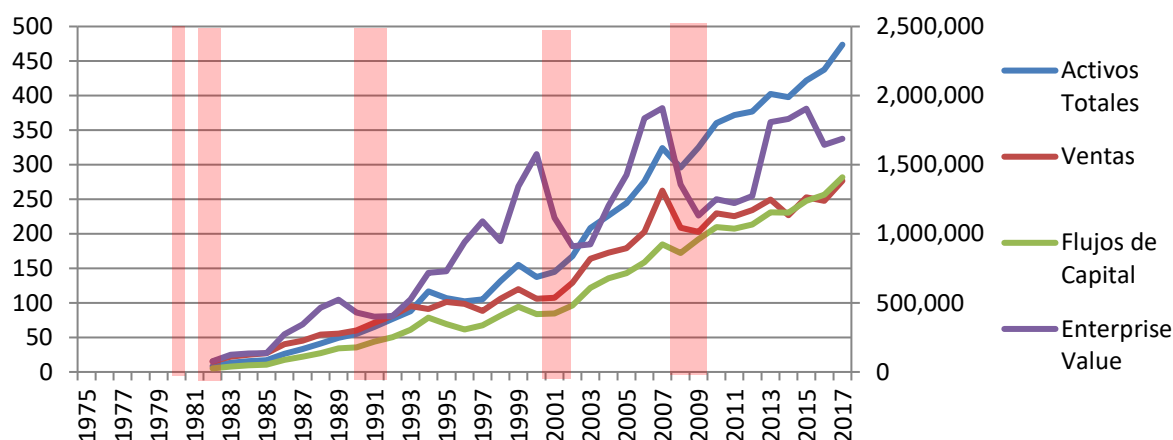
#### **5.4.1 Tamaño y crecimiento**

En las gráficas de Figura 31, Figura 32 y Figura 30 pueden verse la evolución de diferentes indicadores para General Motors, Ford Motors y Toyota Motor. En dichas gráficas hacen referencia al eje izquierdo los Activos Totales, las Ventas y los Flujos de Capital; en cuanto al eje derecho es el Enterprise Value el que hacen referencia a este. Finalmente se encuentran marcadas mediante recuadros rojos las recesiones de la economía de Estados Unidos, las cuales son cíclicas.

Los indicadores seleccionados en este apartado y en los siguientes del presente texto para mostrar el tamaño y el crecimiento de las empresas han sido seleccionados de manera empírica. Mediante la base de datos Compustat han sido graficados un amplio abanico de indicadores y ratios de los cuales se han escogido los que mostraban de la manera más fiel lo relatado en el capítulo de estrategia.

En la Figura 30 se encuentran los mismos indicadores pero en este caso para Toyota. La empresa japonesa comenzó a cotizar en bolsa estadounidense en el año 1982, de esta manera podría tomarse como el ingreso de un nuevo competidor tardío en una industria madura. Sin embargo Toyota fue capaz de hacer muy bien las cosas y en seguida comenzó a diferenciarse gracias a la alta calidad de los vehículos que fabricaba y a su

precio, muy competitivo. Esta combinación de características hizo mucho daño de marca a Ford y General Motors y permitió a Toyota alcanzar tasas de crecimiento muy elevadas, véase Figura 30.

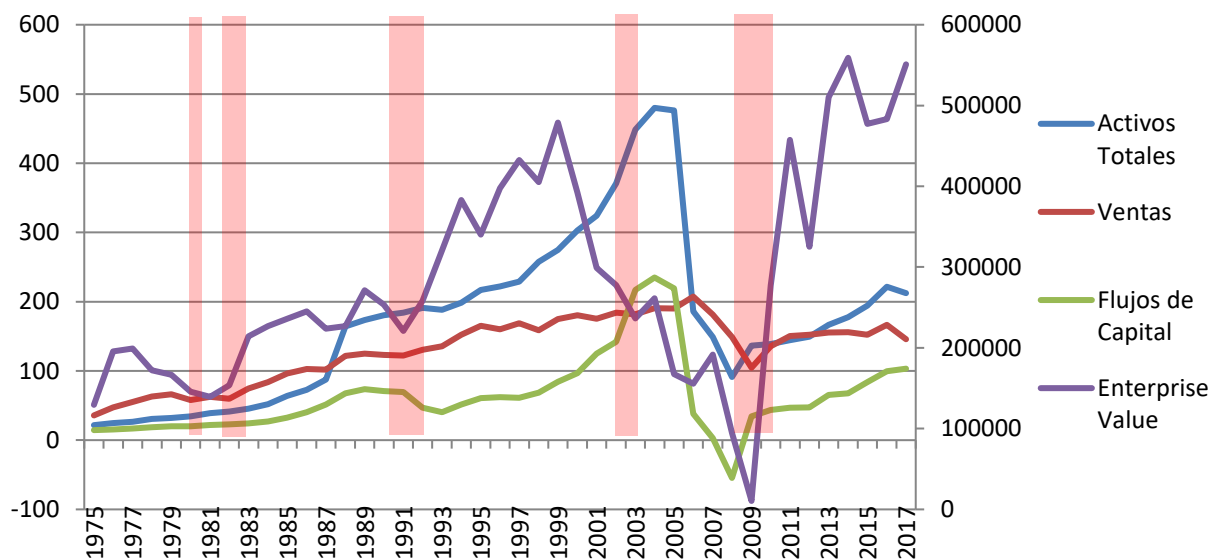


**Figura 30 Tamaño y crecimiento Toyota Motor en billones de dólares**

Esta gráfica muestra la evolución de Toyota en los últimos 35 años, y a pesar de tratarse de un industria madura puede verse como el crecimiento es continuado sobre todo para los activos totales, las ventas y los flujos de capital invertido. Es el enterprise value (eje derecho) el que en definitiva fluctúa más mostrándose de algún modo más vulnerable ante las recesiones de la economía estadounidense, sin embargo este conserva su tendencia alcista.

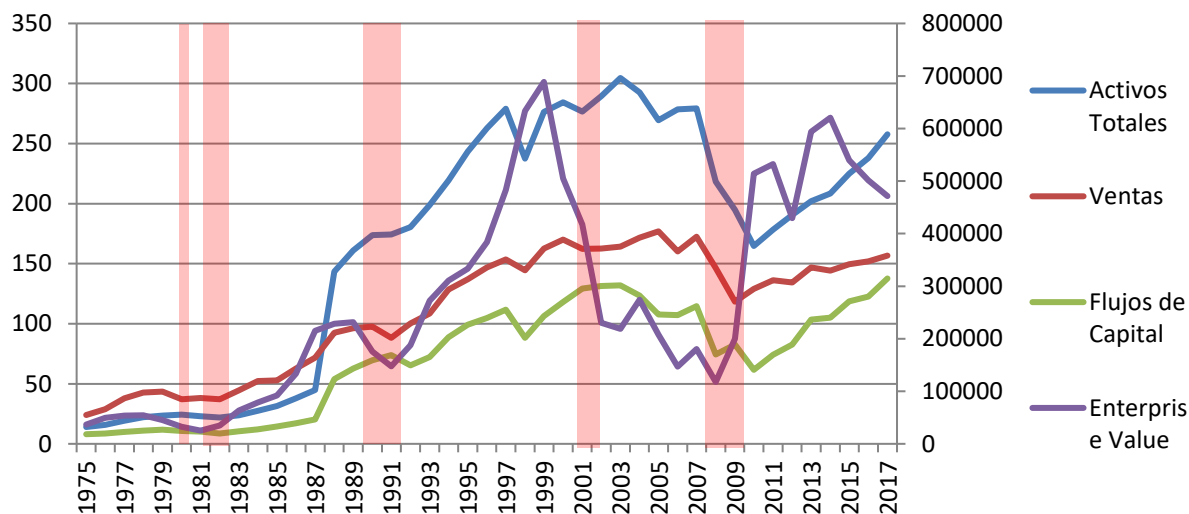
En lo que respecta a las dos veteranas del sector General Motors (Figura 31) y Ford (Figura 32), estas se muestran acordes a lo explicado en el capítulo anterior (Una Industria Madura). De esta manera si se mira a la evolución de la curva de las ventas para las Figura 31 y Figura 32, puede percibirse que se trata de una industria madura debido a la estabilidad que reflejan estas.





**Figura 31 Tamaño y crecimiento de General Motors en billones de dólares**

Visto que las ventas crecen de manera muy lenta y se ven afectadas de manera sensible por las recesiones de la economía estadounidense (marcadas en recuadros rojos), como por ejemplo la del 2009. Puede verse como en el caso de General Motors desde la recesión del año 2001 sus activos totales no se recuperan, esto culminaría en una bancarrota que se explicará más adelante.



**Figura 32 Tamaño y crecimiento por Ford Motors en billones de dólares**

Fijándose ahora algo más en la Figura 32, destaca el carácter horizontal que adoptan todas las variables de crecimiento y tamaño seleccionadas a partir de los años 90. De esta manera las ventas dejan de crecer y los flujos de capital tampoco, además tal y como se verá más adelante estas dos variables guardan una estrecha relación por lo que parece. En cuanto a los activos totales, estos resultan muy perjudicados por la recesión del 2009 aunque parece que se recuperan de manera correcta.

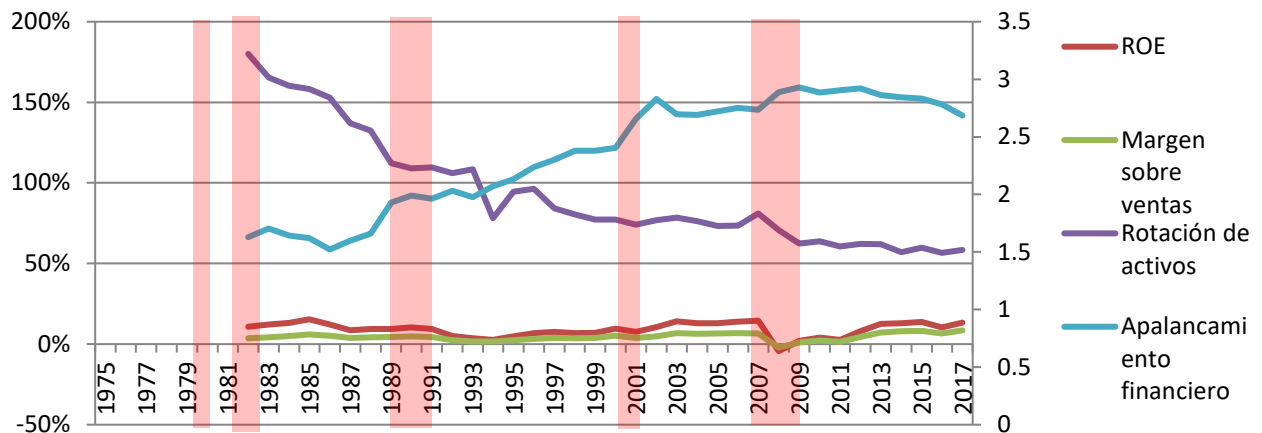
Finalmente el Enterprise Value es el que se muestra más volátil, con altibajos mucho más pronunciados que el resto de variables, puede que esto esté relacionado con el daño de marca causado por parte de Toyota.

#### **5.4.2 Análisis de DuPont**

A continuación se pasa a mirar mediante el análisis de DuPont la rentabilidad de las empresas mencionadas anteriormente, en las Figura 32, Figura 34 y Figura 35, se encuentran graficadas la rotación de activos, el margen sobre ventas, el apalancamiento financiero y el ROE. Entre estos indicadores el apalancamiento financiero es el que se encuentra graficado en el eje derecho estando el resto de ellos graficados en el eje izquierdo. En estas tres gráficas también se encuentran las recesiones marcadas mediante recuadros rojos.

Estas son las variables que se han seleccionado para mostrar la rentabilidad a lo largo de la historia para estas dos empresas. Se han analizado múltiples indicadores financieros y de todos ellos se han escogido los siguientes considerando que son los más representativos para mostrar aquello de lo que se desea hablar en lo que respecta a las industrias maduras en cuanto a tamaño y crecimiento. En los próximos capítulos se repetirá esto cada vez que se hable de rentabilidad.

Comenzando por Toyota, la empresa nipona consiguió poseer una diferenciación de marca real y de la mano de esto que sus ventas crecieran dentro de un mercado maduro sin hacer uso de las adquisiciones. En respuesta a esto, teniendo claro que el problema de General Motors era la falta de calidad de sus vehículos y por lo tanto la falta de diferenciación que esto suponía, optó por crear una submarca llamada Saturn.



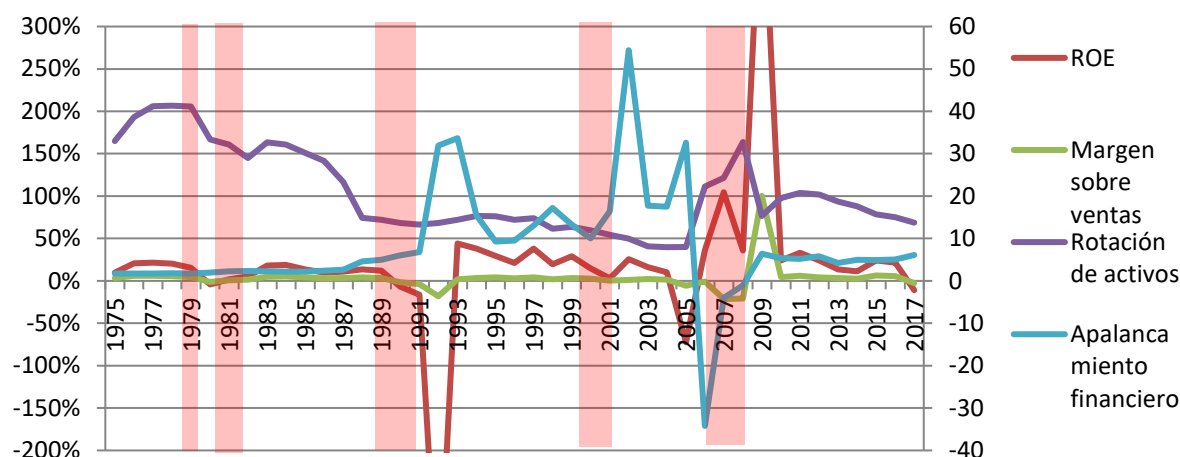
**Figura 33 Análisis de DuPont para Toyota Motor**

En la Figura 33 puede verse como reina la estabilidad en la rentabilidad financiera de Toyota, mostrándose muy sólido con el paso de los años. Debe comentarse sin embargo, la pequeña caída que sufrió en 2008 debido a la recesión de 2007-2009 en la economía estadounidense, esto muestra que dentro de una industria madura a pesar de desarrollar una diferenciación muy destacada y un posicionamiento muy fuerte las recesiones afectan.

Mirando ahora al apalancamiento financiero y a la rotación de activos, puede verse que estas toman tendencias opuestas, la rotación cae cada vez más y esto se debe a que los activos de la empresa crecen de manera más rápida que sus ventas. Así mismo para mantener la rentabilidad el apalancamiento crece. Este fenómeno puede verse que fue más pronunciado en los años noventa y que de alguna manera se frenó al principio de los dos mil, mostrándose un posible cambio de tendencia en la segunda década del nuevo siglo.

Se pasa ahora a mirar la misma gráfica para General Motors (Figura 34), donde a primera vista destacan las irregularidades de la gráfica. Comenzando por la curva de la rentabilidad financiera puede verse que esta presenta grandes picos sobre todo los provocados por las recesiones del 1990-1991 y 2007-2009 destacan de manera clara. Aquí puede verse que en el primer caso el hecho de que se disparara el apalancamiento combinado con un margen sobre ventas negativo hizo que la rentabilidad cayera en picado. En cuanto al del año 2009, este coincide con la quiebra y la aplicación del capítulo

11 de la ley de quiebras estadounidense, esta ley permite a las empresas reorganizarse bajo la protección de la ley.

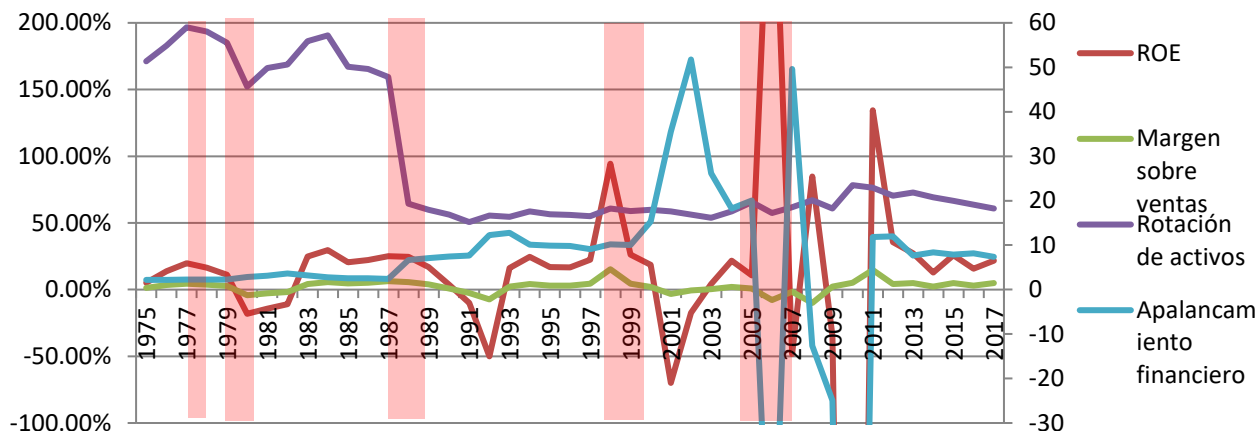


**Figura 34 Análisis de Dupont General Motors**

Con la recesión de 2007-2009 General Motors se encontró en una situación crítica, su endeudamiento superaba a los activos totales y esto supuso que tuviera un patrimonio neto negativo, eso explica el pico negativo del apalancamiento (activos / patrimonio neto) en el año 2006. Posteriormente General Motors y ya con el capítulo 11 de la ley de quiebras aplicado, renegoció su deuda, fue rescatado por el gobierno de los Estados Unidos y consiguió que sus gastos financieros se vieran reducidos de forma muy considerable, tanto que el margen sobre ventas alcanzó el punto entero (100%) en 2009, provocando esto un nuevo pico (positivo esta vez) de la rentabilidad financiera.

Con General Motors puede verse en la Figura 18 que en el año 1984 esta alcanzó también su máximo histórico en cuanto a rotación de activos. A partir de ahí y sobre todo justo antes de la recesión de 1990, puede verse como la rotación cae de manera estrepitosa.

Por otro lado, desde el punto de vista de Ford Motor la historia resulta muy similar, esto confirma que mismos posicionamientos dentro de una industria tienden a tener curvas muy parecidas. En el caso de Ford además la rentabilidad financiera se muestra más volátil que en el caso de General Motors si cabe, en 2008 Ford alcanzó a tener un patrimonio neto negativo de hasta 17 billones de dólares, sin embargo no necesito ser rescatado por el gobierno de los Estados Unidos a diferencia de Chrysler y General Motors.



**Figura 35 Análisis de DuPont Ford Motors**

Mirando ahora de manera global a las dos empresas estadounidenses, la rotación de ambas cae desde mediados de los ochenta, habiendo alcanzado un pico a principios de esta década. A partir de este pico ambas compañías trataron de mantener la rentabilidad financiera (ROE) aumentando su cartera de negocios e introduciéndose en nuevos negocios poco rentables, esto fue posible gracias a un aumento del apalancamiento que posteriormente traería consecuencias tal y como se ha visto anteriormente.

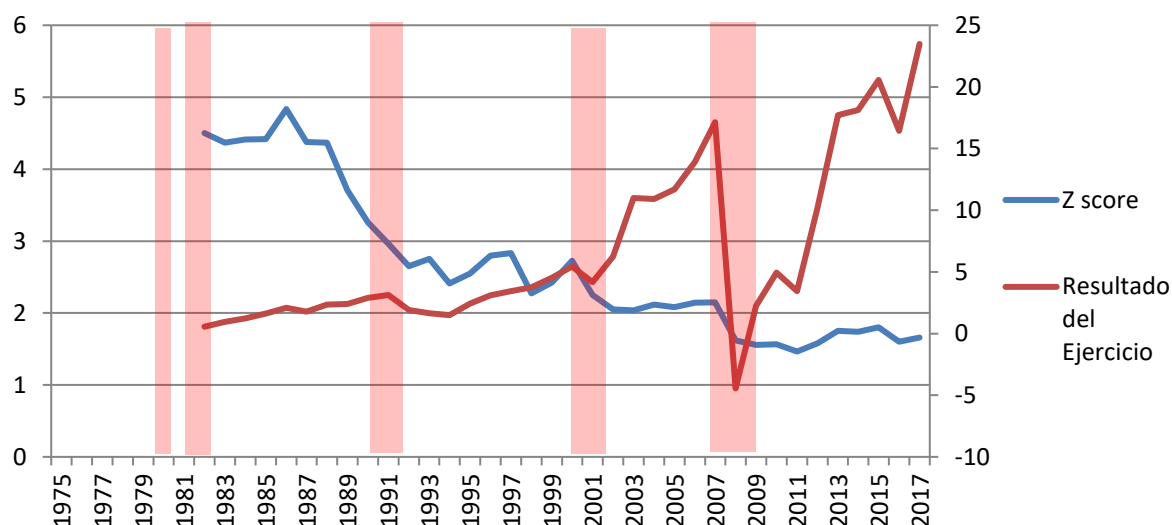
Este declive vino de la mano de una pérdida de valor de marca con la que algo tuvo que ver la empresa japonesa Toyota. Esto supuso una falta de diferenciación para Ford y General Motors que puso a estas dos compañías en una posición financieramente vulnerable.

Como se ha mencionado anteriormente General Motors fundó Saturn en respuesta a los nuevos competidores japoneses (Honda, Nissan y Toyota) en el año 1985, así su objetivo principal era diferenciarse de General Motors, sin embargo al cabo de los años sucedió que Saturn terminó siendo una marca más bajo General Motors con los mismos defectos que su fundador.

### 5.4.3 Riesgo e incertidumbre

Miraremos primero el Z score y el resultado del ejercicio como indicadores de riesgo e incertidumbre. Se han seleccionado estos indicadores después de analizar empíricamente y compararlos con otros que pudieran cumplir con una función parecida. En la Figura 36, Figura 37 y Figura 38 se encuentra graficado en el eje derecho el resultado del ejercicio mientras en el izquierdo lo que se grafica es el Z-score.

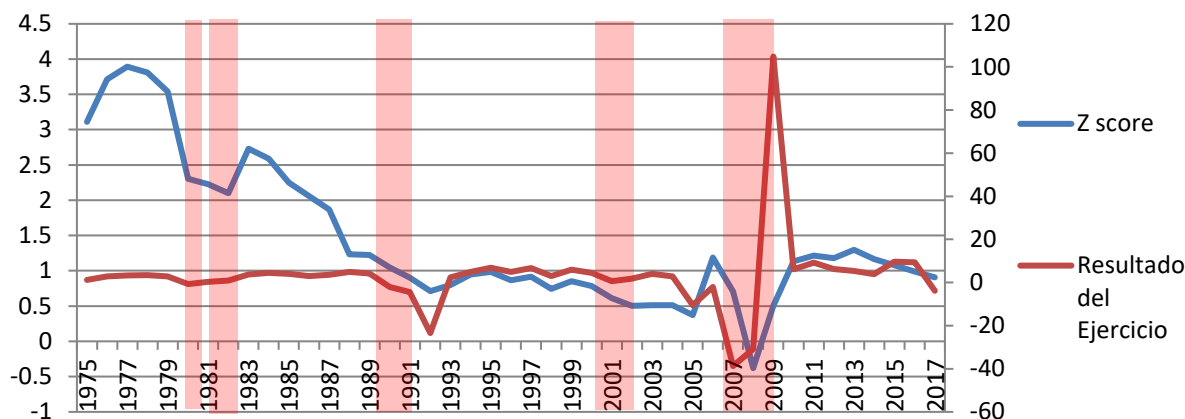
Comenzando con Toyota, puede verse que el riesgo en cuanto a lo que Z score se refiere se muestra muy consistente en su incursión en el mercado estadounidense, sin embargo este toma una tendencia negativa desde finales de los ochenta cayendo hasta por debajo del 1,8 (umbral de riesgo de bancarrota).



**Figura 36 Z score y resultado del ejercicio (billones de dólares) para Toyota**

Además destaca el resultado del ejercicio positivo desde el principio y que este posee una tendencia claramente alcista con una caída drástica en la recesión de 2007-2009. A pesar de esto se puede ver de forma muy clara que Toyota no tuvo ningún problema para recuperarse y retomar la senda del buen camino.

Volviendo ahora al problema de la caída en la rotación y la solución empleada aumentando el apalancamiento para mantener la rotación, veamos que en Figura 35 y Figura 34 puede verse como desde 1975 el apalancamiento crece y al mismo tiempo en y Figura 37 puede verse también que el Z score de cada empresa va decreciendo en esos mismos años, surgiendo así un riesgo creciente de bancarrota. Podría decirse que se está haciendo trampa con el apalancamiento financiero para mantener la rentabilidad (ROE) de la empresa y esto no resulta sostenible a largo plazo.

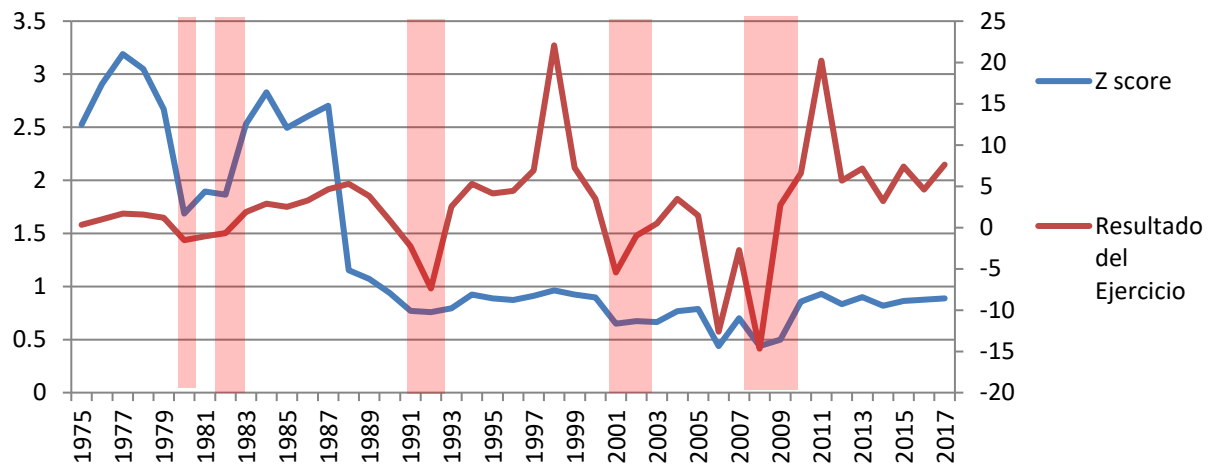


**Figura 37 Z score y resultado del ejercicio (billones de dólares) para General Motors**

Cuando una empresa se encuentra en esta situación es vulnerable, y esto supone que si la economía de Estados Unidos (en este caso) sufre una recesión las probabilidades de quiebra son muy elevadas. Tal y como sucedió por ejemplo con General Motors en el año 2009.

Puede verse en la Figura 37 como tras el año 2007 el Z score cae estrepitosamente, cabe destacar además de esto como indicador de incertidumbre el resultado del ejercicio. Parece ser que este muestra la tendencia negativa que está tomando la empresa antes de lo que lo hiciera el Z score, de esta manera General Motors comienza a obtener resultados de ejercicio negativos ya en el año 2005 lo cual pudiera ser un síntoma de lo que se avecinaba. Además llama la atención de manera notable como se dispara el resultado del ejercicio entre los años 2008 y 2009 en plena crisis. Esto se debe a que General Motors, como se ha mencionado anteriormente, fue rescatado por el gobierno de los Estados Unidos (no fue el único, lo mismo sucedió con Chrysler) y gracias a este rescate pasaron de pagar enormes cantidades de intereses debido a su alto grado de endeudamiento a pagar unos intereses muy bajos. Esto se notó en el estado de resultados ya que esa bajada en costes financieros hizo que el resultado del ejercicio se disparara.

En adición a lo anterior, en ambas gráficas puede verse también reflejada en forma de resultado del ejercicio negativo la recesión de 1990-1991. Sin embargo destaca que para General Motors no supuso ningún contratiempo en cuanto a resultado del ejercicio la recesión del 2001, sí que lo hizo para Ford Motors.



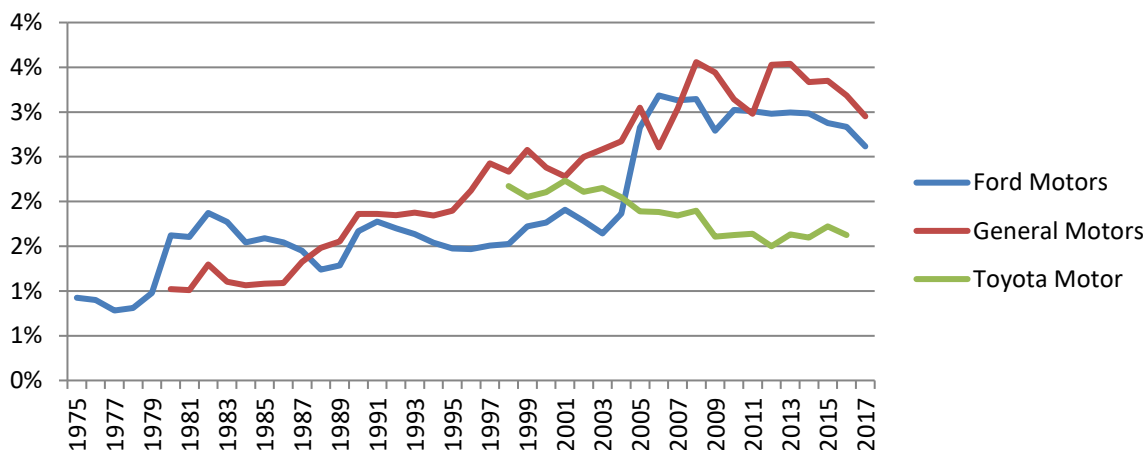
**Figura 38 Z score y resultado del ejercicio (billones de dólares) para Ford Motor**

Finalmente en el caso de Ford Motors no hubo bancarrota en ninguna de estas recesiones, y esto destaca si se tiene en cuenta lo bajo que llegó a ser el Z Score durante dichos años.

Ante el daño causado a la marca de Ford y General Motors por parte de Toyota, estos dos reaccionaron aumentando su inversión en marketing tal y como puede verse en la Figura 39, en esta gráfica se ve la relación de la inversión en marketing sobre las ventas para las tres compañías.

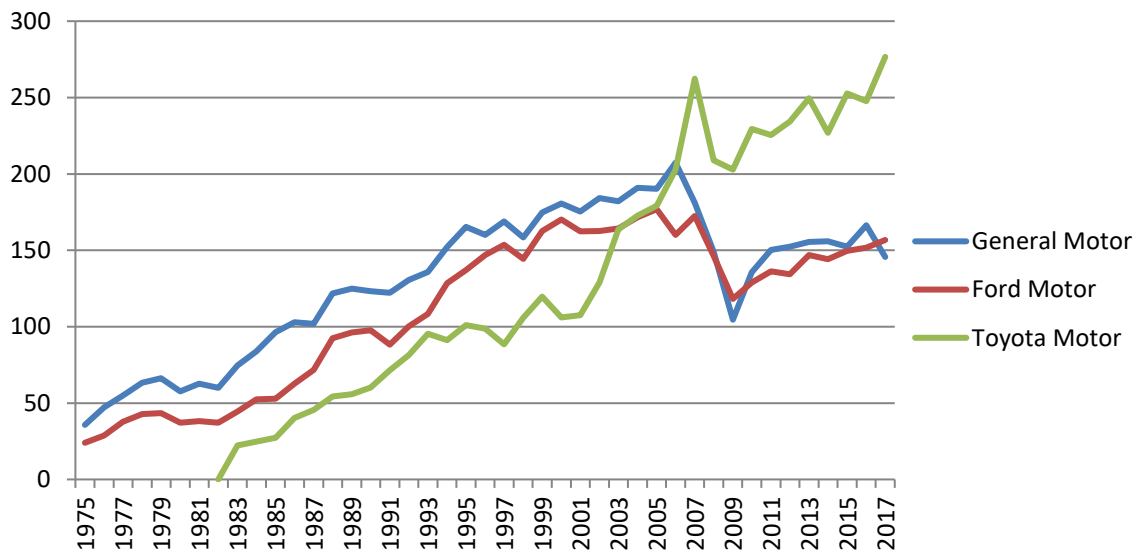
La diferenciación de Toyota era real, ofrecían muy buenas calidades a un precio muy competitivo, por lo que para la marca Japonesa no era necesario aumentar tanto su inversión en marketing para que sus ventas siguieran creciendo. Sin embargo Ford y General Motors optaron por fuertes inversiones en marketing que no dieron los frutos esperados debido a la bajada en términos de percepción de marca que les provocó Toyota.





**Figura 39 Marketing sobre ventas**

Destaca en la Figura 39 como después de los primeros años de Toyota en el mercado estadounidense los ratios de marketing sobre venta de Ford y General Motors adquieren una pendiente positiva más pronunciada y sin embargo Toyota desde la incursión en el mercado estadounidense reduce su relación de marketing sobre ventas con el tiempo. Esto invita a pensar que las tres curvas tienen una estrecha relación.



**Figura 40 Ventas en billones de dólares en Estado Unidos**

Mirando ahora a la evolución de las ventas en el tiempo se ve cómo puede haber una relación entre el incremento de las ventas de Toyota con la decadencia de las mismas por parte de Ford y General Motors. Destaca esto sobre todo a partir del año 2007, que es

cuando comenzó la recesión de 2007-2009 y Toyota superó con creces a los otros dos competidores.

## **5.5 Conclusión**

En este segundo bloque de finanzas se ha comenzado hablando sobre los diferentes modelos de posicionamiento que existen dentro de una industria madura, así mismo se ha tomado como ejemplo la industria textil y dentro de la misma a Tommy Hilfiger y Ralph Lauren como ejemplos de un modelo de baja rotación y alto margen, a H&M como ejemplo de modelo de alta rotación y bajo margen y a Quicksilver como modelo de estrategia de nicho.

Seleccionadas estas empresas se ha calculado ratio de ROE (Return on Equity, rentabilidad financiera), margen sobre ventas, rotación de activos y beneficio bruto sobre ventas para todos los años de los que se disponía información (Compustat). De este modo han quedado claramente definidas las diferentes estrategias que se pueden seguir dentro de una industria madura ya que al graficar estas variables las diferencias que se han podido ver han sido notables.

Destaca la importancia que adquiere el volumen de ventas a la hora de distinguir los diferentes posicionamientos dentro de una industria madura, en este caso la industria textil.

Finalmente se han abordado los riesgos que pueden aparecer en el contexto de una industria madura, para esto se ha optado por la industria de la automoción estadounidense en la cual se ha analizado los casos de Ford, General Motors y la incursión tardía de Toyota con lo que esto supuso.

Aquí se ha visto lo que puede suponer una pérdida de percepción de marca debido a la entrada de un nuevo competidor y también los riesgos que tiene mantener la rentabilidad apalancando la empresa.

Para ello se han mirado primer ratios de crecimiento y tamaño, en segundo lugar se hablado sobre rentabilidad y en tercer lugar sobre riesgo e incertidumbre. Finalmente se ha visto es resultado reflejado en forma de volumen de ventas.

## 6 La construcción de mecanismos de aislación competitiva

### 6.1 Introducción

En este tercer bloque de estrategia se profundizará en la fase de desarrollo de la vida de una industria. En esta etapa la palabra clave es crecer, ese es el objetivo de todo competidor dentro de una industria en desarrollo.

Esto se debe a que en esta etapa existen ciertas características muy particulares y diferentes a las demás, como por ejemplo la posibilidad de crecer mucho y rápido en cuota de mercado, esto resulta mucho más costoso en una industria madura.

Así pues si un competidor es capaz de obtener una amplia cuota de mercado antes de que la industria madure podrá aprovecharse de este posicionamiento posteriormente durante los años de madurez de la industria.

En este bloque se hablará en un primer lugar de los mecanismos de oferta y demanda. Dentro de cada uno de ellos se encuentran diferentes tipos de barreras competitivas que serán explicadas de forma breve.

Finalmente se tomara la industria de los online retail como ejemplo de industria en desarrollo y se hablará de la batalla existente en la misma entre Amazon y Walmart.

### 6.2 Los Mecanismos de Oferta

Los mecanismos de oferta son ventajas relacionadas con la estructura de costes.

#### 6.2.1 Costes hundidos

En primer lugar se hablará de los costes hundidos. Algunos costes como los de I+D y los costes de marketing son costes hundidos<sup>27</sup>. Un competidor que se encuentra dentro de la industria en desarrollo posee costes hundidos más bajos que un nuevo entrante. De esta manera, un competidor puede ignorar los costes hundidos al escoger su combinación óptima de producción y precio, mientras que un nuevo entrante debe hacer frente a ambos costos, los hundidos y los de producción.

---

<sup>27</sup>**Coste hundido:** los costes hundidos son aquellos costes en los que ya se ha incurrido y no se podrán recuperar en el futuro.

### 6.2.2 Network

En segundo lugar se encuentran las ventajas relacionadas con las redes de contactos (*network*), como por ejemplo con los proveedores. Por ejemplo una compañía que desarrolla un nuevo producto puede desarrollar vínculos contractuales muy interesantes con los proveedores. Estos han estado relacionados con barreras competitivas relacionadas con integración vertical<sup>28</sup>.

### 6.2.3 Economías de escala

En tercer lugar se encuentran las economías de escala. En cuanto a las ventajas en términos de economía de escala para los primeros entrantes en la industria, estas se encuentran principalmente relacionadas con la inversión en I+D. De esta manera una innovación que reduce el coste unitario de producción tendrá una repercusión mucho mayor en el caso de una empresa que ya ha sido capaz de alcanzar una economía de escala. Por este motivo las grandes empresas se encuentran más incentivadas a invertir en I+D para reducción de costes de producción. En referencia a esto, las empresas a medida que se desarrollan y se acercan a la madurez orientan más su inversión hacia la innovación en proceso dejando más a un lado la innovación en producto (Cohen and Klepper, 1992).

### 6.2.4 Aprendizaje

Finalmente se encuentra la ventaja relacionada con el aprendizaje mientras se produce (*learning-by-doing*). Muchas veces un nuevo producto supone nuevas técnicas, nueva maquinaria y nueva producción (montaje, packaging...etc.), de este modo a medida que pasa el tiempo existirá una curva de aprendizaje que provocará reorganizaciones en líneas de producción o rediseños en maquinaria entre otras cosas, aumentando así la eficiencia. Esto se debe a que la experiencia se acumula.

De esta manera si la empresa innovadora es la única productora hasta que aparecen los primeros imitadores, esto hará que la primera empresa goce de una ventaja por aprendizaje, ya que llevará más tiempo inmerso en la producción del nuevo producto. Esta ventaja aumenta con la complejidad del proceso de producción del producto en cuestión y también con el tiempo que pasa dicha empresa como la única en el mercado.

---

<sup>28</sup>**Integración vertical:** se habla de integración vertical cuando una empresa se hace cargo de actividades de las cuales se ocupan terceros.

## 6.3 Los Mecanismos de Demanda

### 6.3.1 Costes de cambio

Esta ventaja se encuentra relacionada con el coste intrínseco de cambio de plataforma. Es decir si en una empresa se utiliza un concreto software para la gestión de la misma y toma de decisiones como podría ser SAP, el hecho de cambiar de esta plataforma a otra y su respectiva instalación conlleva un gasto principal que es el de la licencia del nuevo programa sustitutivo. Sin embargo actualizar este programa o rediseñar el uso que se le está dando al mismo no debería tener costes tan elevados. Esto supone una ventaja competitiva par SAP en este caso.

### 6.3.2 Network

En segundo lugar se encuentra la ventaja relacionada con las redes (*network*) sin las que un producto en concreto no puede utilizarse. Este es por ejemplo el caso de las tarjetas de crédito, las ventajas de un sistema de verificaciones de transacciones bancarias mediante tarjetas de crédito se encuentra directamente relacionado a la cantidad de establecimientos en los que esta tarjeta puede utilizarse.

Cuando un primer competidor de este tipo ha sido capaz de desarrollar una amplia red de clientes la incursión de un nuevo competidor se vuelve más compleja. Así la demanda potencial del producto de un segundo competidor cae por debajo del primer competidor.

### 6.3.3 Inercia de consumidores debido a la incertidumbre

Considérese un producto nuevo el cual lo prueban los consumidores por primera vez, una vez los clientes prueban el producto experimentan su calidad y la demanda se desplaza hasta la curva de demanda<sup>29</sup> (véase Figura1). De esta manera todos los compradores que prueban el producto se encuentra en disposición de pagar un precio más elevado por él en los siguientes períodos. Así mismo, la estrategia óptima sería comercializar el producto a un cierto precio P en el primer periodo y aumentar este precio en los siguientes períodos.

Un ejemplo de esto puede ser McDonald's, quien se especializó en ofrecer un servicio rápido y una calidad uniforme. Al principio ofrecía precios inferiores a los competidores que ofertaban productos de similar calidad, y posteriormente fue capaz de aumentar estos precios de manera ligera aprovechando su ventaja competitiva. Otras firmas de la misma

---

<sup>29</sup>**Curva de demanda:** refleja la demanda que tiene un producto a diferentes precios.

industria han intentado imitar este movimiento sin embargo McDonald's goza de la ventaja de haber sido pionero en esto.

#### **6.3.4 Inercia de consumidores debido al hábito**

Psicólogos de comportamiento explican los hábitos como resultado del condicionamiento operante. Alguien comete una acción por azar, si esto es positivamente fortalecido las probabilidades de reincidir aumentan. Sin embargo, si es castigado, las probabilidades de reincidir disminuyen. Cuantas más veces sea una acción recompensada y cuanto mayor sea la recompensa, más frecuentemente será repetida<sup>30</sup>.

Los bienes que cumplen con esta lógica son habitualmente conocidos como “bienes de experiencia” (*experience goods*) o “bienes de conveniencia” (*convenience goods*), son bienes de los que se ha encontrado una gran correlación entre publicidad y rentabilidad. La publicidad suele obtener sus efectos en el nivel del subconsciente, por ejemplo en los anuncios de bebidas en las que aparecen grupos de jóvenes felices pasando un buen momento, esto hace que se relacionen sentimientos positivos a esta bebida. Este sentimiento positivo actúa como fortalecedor y reafirma el hábito de comprar este producto.

### **6.4 Online retail como industria en desarrollo**

Para aprender sobre una industria en desarrollo tomaremos como ejemplo la industria del comercio online y la dura competencia que existe actualmente entre Amazon y Walmart.

Estas dos compañías han convergido desde orígenes ligeramente diferentes a un modelo de negocio igual que está haciéndoles competir de manera muy exigente con el objetivo de hacerse con la mayor cuota de mercado.

En 2012 Walmart tenía unos ingresos de 444 billones de dólares americanos, 16 veces más que el que poseía Amazon y equivalente al 3% de la economía estadounidense. Así Walmart era la tercera compañía más poderosa de Estados Unidos.

Sin embargo comenzó a aparecer un nuevo modelo de negocio, el comercio online, esto empezó a poner en cuestión el tradicional modelo de negocio de Walmart y lo hizo competir con un nuevo y poderoso competidor, Amazon.

---

<sup>30</sup> First-mover advantages and path dependence, Dennis C. Mueller (1997).

En cuestión de tres años los ingresos de Walmart pasaron de ser 16 veces los de Amazon a ser tan solo 5 veces los de este último. En el último ejercicio hasta la fecha Walmart (31/01/2018) ingresó 500.343 billones de dólares y Amazon ingresó 177.866 billones de dólares.

El punto de inflexión lo tuvieron en 2015, cuando en términos de capitalización de mercado Amazon superó a Walmart por primera vez alcanzando 246,54\$ y 230,53\$ (en billones de dólares americanos) respectivamente.

En 2014 las ventas online de Walmart eran de 12,2 billones de dólares cuando los de Amazon eran de 89 billones. Los inversores reconocían las ventajas competitivas que suponían estos datos y de aquí se puede extrapolar lo reflejado en términos de capitalización de mercado en el siguiente año.

Hay una tendencia entre los consumidores hacia el comercio online, tal y como sucedió con el primer iphone, se ha consolidado un diseño dominante y la etapa de desarrollo ha comenzado. Ahora el principal objetivo es crecer de la manera más rápida y las innovaciones de producto pierden protagonismo.

En paralelo pero en la misma batalla se encuentra el gigante chino Alibaba, quien ofrece un ecosistema en el que se reúnen servicios financieros, infraestructura logística y un marketplace<sup>31</sup>

## 6.5 Two-side Competition

Al hilo del comercio online, industria en desarrollo que se ha analizado con la competencia entre Walmart y Amazon. Se pasa ahora a explicar lo que es el *“Two-side Competition”*, el cual es una plataforma económica que posee dos grupos muy diferenciados que se nutren entre sí para el crecimiento de la plataforma. En este tipo de plataforma económica se genera una simbiosis entre dos poblaciones que da como resultado el crecimiento de la plataforma.

Este tipo de plataformas pueden encontrarse en diversas industrias, un buen ejemplo son las redes sociales o la industria de los videojuegos. En el caso del primero cuantos más usuarios tenga una red social más atractiva es para nuevos usuarios, porque los usuarios utilizan las redes sociales para conectarse con otros usuarios. En lo que respecta al

---

<sup>31</sup>**Marketplace:** plataforma virtual que reúne diferentes entidades que desean vender sus productos y a la que pueden acceder los consumidores.

segundo la plataforma de videojuegos más atractiva para un usuario será aquella en la que más oferta de videojuegos encuentre, al mismo tiempo que para un desarrollador de videojuegos la plataforma de videojuegos más atractiva en la que lanzar su nuevo videojuego será aquella con más usuarios.

## **6.6 Conclusión**

En el presente capítulo se ha mirado la industria en desarrollo desde un punto de vista estratégico, de manera que en primer lugar se han analizado algunos de los mecanismos existentes para la generación de barreras competitivas. De este modo se han analizado en primer lugar los mecanismos de oferta y en segundo lugar los mecanismos de demanda.

Para recabar información acerca de estos mecanismos se ha acudido a un artículo escrito por Dennis C. Mueller titulado *First-mover advantages and path dependence* y se ha hablado de manera breve de cada uno de los tipos de mecanismos de los que habla el autor.

Posteriormente se ha tomado la industria de los online retails para ver un ejemplo de industria en desarrollo. De esa manera se ha analizado cómo ha evolucionado en los últimos años esta industria.

Finalmente se ha hablado brevemente de lo que trata el *Two-side Competition* incluyendo el ejemplo de las plataformas de videojuegos con la simbiosis entre productores y usuarios y la de las redes sociales.



## 7 La mirada financiera a la flexibilidad estratégica

### 7.1 Introducción

En este tercer capítulo de finanzas se analizará desde un punto de vista financiero una industria en desarrollo, de este modo se tratará de plasmar las ideas mostradas en el capítulo anterior de estrategia mediante los estados financieros de empresas de una misma industria.

En primer lugar se mostrará cuál ha sido la industria seleccionada y se justificara dicha elección para más adelante pasar a comentar diferentes indicadores financieros.

En cuanto a estos indicadores, se repartirán en tres bloques los cuales se han considerado suficientes para mostrar las principales características de una industria en desarrollo. Al mismo tiempo los indicadores de tamaño y crecimiento y riesgo e incertidumbre coinciden con los empleados en el apartado titulado como El riesgo en una industria madura:

- **Tamaño y crecimiento:** tomando los activos totales, las ventas y los flujos de capital invertido.
- **Incetidumbre y riesgo:** Z score y resultado del ejercicio.
- **Eficiencia:** rotación de activos, rotación de inventario, coste de ventas sobre ventas y gastos de administración y ventas sobre ventas.

Las recesiones de la economía estadounidense se encuentran reflejadas en forma de recuadros rojos de la misma manera que en el apartado de este mismo texto El riesgo en una industria madura.

Todos estos indicadores han sido previamente presentados en el segundo capítulo del presente documento, o lo que es igual, el primer bloque de finanzas (Los indicadores financieros como espejo de la estrategia y sus riesgos). La elección de estos indicadores ha sido siguiendo un procedimiento empírico en el cual se han analizado mediante gráficas múltiples indicadores para diversas industrias concluyendo que los seleccionados y por lo tanto los que se muestran a continuación son los más adecuados.

Para finalizar se concluirá este capítulo mediante un breve resumen y una conclusión sobre todo lo mostrado.

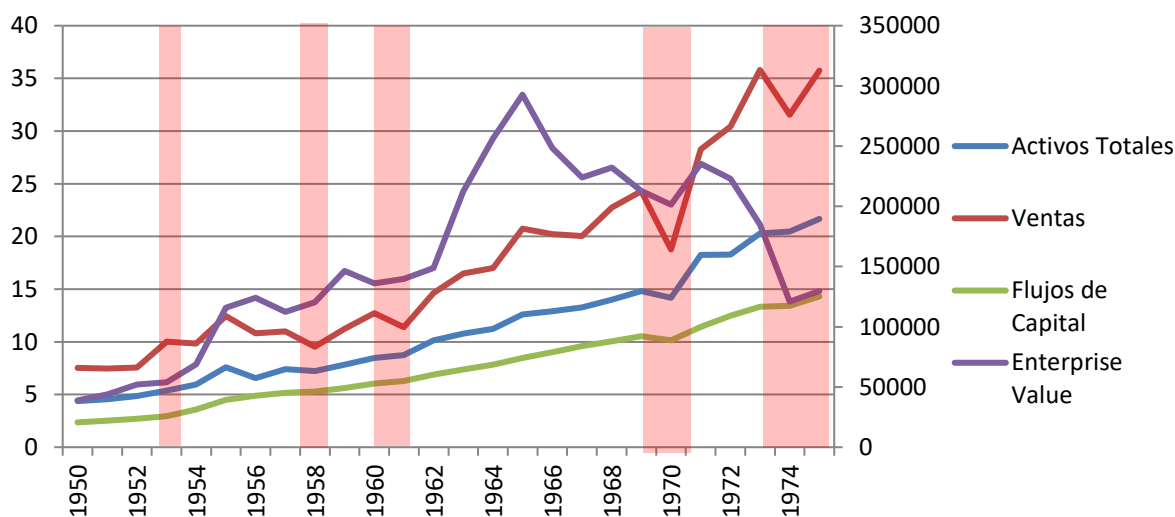
## 7.2 Un mercado en desarrollo

Los años 50 fueron claves para la industria automotriz estadounidense, la segunda guerra mundial trajo consigo un abanico muy amplio de nuevas tecnologías aplicables a esta industria. Esto llevó a muchos fabricantes independientes de automóviles a situarse en una posición de jaque ante las grandes compañías como Ford o General Motors.

La industria comenzaba a madurar en un proceso de desarrollo en el que la producción en masa y la economía de escala eran ventajas fundamentales que marcaban la diferencia. La industria creció de una manera tan significativa que pronto supuso una sexta parte de la fuerza de trabajo del país.

### 7.2.1 Tamaño y crecimiento

En primer lugar mirando a la Figura 41 pueden verse graficados las evoluciones de tres indicadores de los estados financieros de General Motors, lo mismo sucede con la Figura 42 para Ford Motors. Se han seleccionado los Activos totales, las ventas, el Enterprise Value y los Flujos de Capital porque después de analizar un gran abanico de indicadores se ha considerado que estos tres son los que más fielmente muestran las características de una industria en desarrollo. Entre estos todos se encuentran graficados en el eje izquierdo a excepción del Enterprise Value, graficado en el eje derecho.



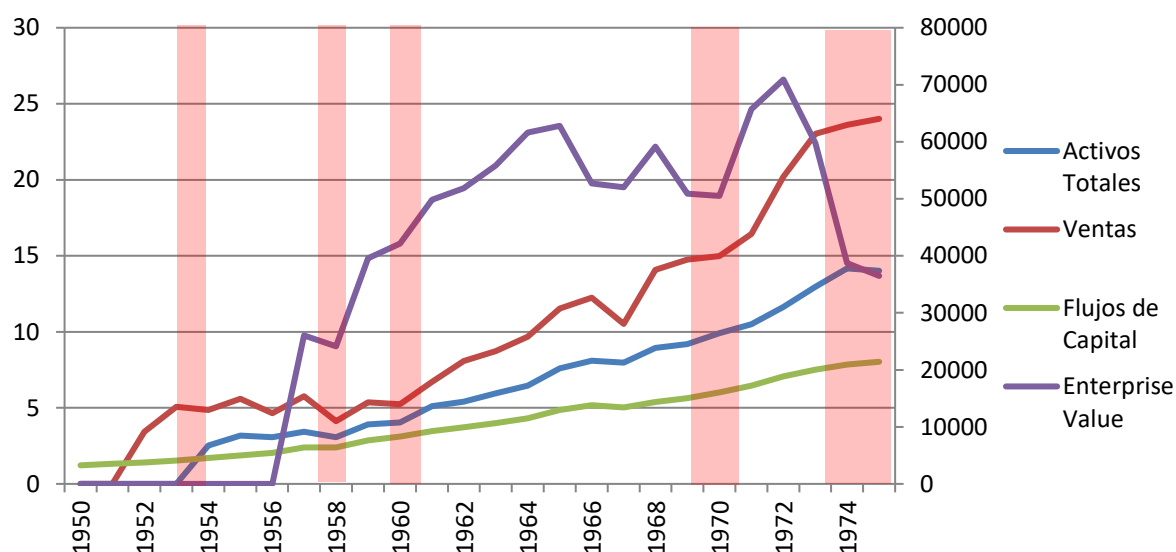
**Figura 41 Tamaño y crecimiento en billones de dólares General Motors**

Comenzando con la Figura 41 puede verse aquí como la tendencia para los tres indicadores es alcista sin apenas regresiones. Destaca como los flujos de capital invertido

crecen con el tiempo, de esto se podría concluir que el crecimiento está relacionado con la inversión, y que para crecer una entidad debe antes invertir. Las curvas de la Figura 42 son análogas a esto, y muestran misma tendencia incluso de manera más suavizada por ejemplo en lo que respecta a la curva de ventas.

Por otro lado puede verse también que las ventas crecen con el tiempo, en una industria en desarrollo el objetivo principal es crecer para llegar a la etapa madura con la mayor cuota de mercado posible ya que en esta fase se estabiliza el mercado y las variaciones a partir de aquí son mínimas, crecer se vuelve muy complicado.

En lo que se refiere a los activos totales, estos también siguen exactamente la misma tendencia que las ventas, y crecen a lo largo del tiempo de manera muy estable sin recesiones.



**Figura 42 Tamaño y crecimiento en billones de dólares Ford Motors**

Además cabe destacar algo que resulta bastante notable, una industria en desarrollo parece ser inmune a las recesiones económicas del país en cuestión. Por lo que se puede ver en Figura 41 y Figura 42 las recesiones de la economía estadounidense de los años 1953, 1958, 1960-61, 1969-70 y 1973-75 no parecen afectar al crecimiento de estas dos empresas más que en ligeros contratiempos. A excepción de la del año 1969, la cual parece que afectó algo más a General Motors como puede verse en la Figura 41, sin embargo puede verse que el fabricante estadounidense de automóviles no tuvo problema para recuperarse y volver a la senda del crecimiento.

Finalmente se debe comentar un fenómeno que aparece en ocasiones en industrias en desarrollo pero que en estos dos casos no existe. Sin embargo es de interés hablar de ello, se trata de la escala mínima de crecimiento y las herramientas existentes para alcanzar esta.

Puede darse dentro de una industria en desarrollo que una empresa se encuentre en una situación de crecimiento lento (en relación a la industria), esto se da cuando la empresa en cuestión no alcanza la escala mínima de crecimiento respecto a su grupo competitivo y aparece el riesgo de quedarse atrás.

Ante esta situación una de las posibilidades es acudir a las fusiones y adquisiciones, de esta manera se puede aumentar la cuota de mercado de manera muy rápida y mantener la escala mínima de crecimiento.

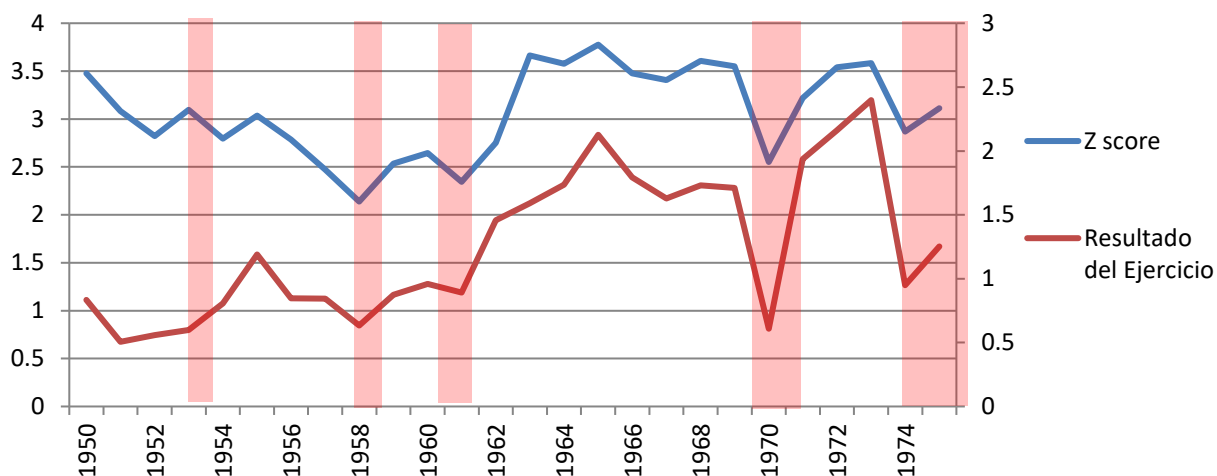
### **7.2.2 Riesgo e incertidumbre**

Como indicadores de incertidumbre y riesgo se ha tomado el z score y el resultado del ejercicio de la misma manera que en el capítulo anterior. Comenzando con la Figura 43 en la cual pueden verse graficados estos dos indicadores para General Motors se ve que el Z score toma siempre valores muy elevados, siendo el más bajo de ellos de 4 puntos. Esto muestra una empresa lejos del riesgo de banca rota, es decir con riesgo financiero muy bajo, ya que se considera bajo riesgo financiero un Z score superior a los 3 puntos<sup>32</sup>.

Por otro lado puede verse que el resultado del ejercicio es siempre positivo, lo cual refleja beneficios para la empresa. Esto también es un indicador de una empresa saludable que crece de manera adecuada dentro de una industria en desarrollo.

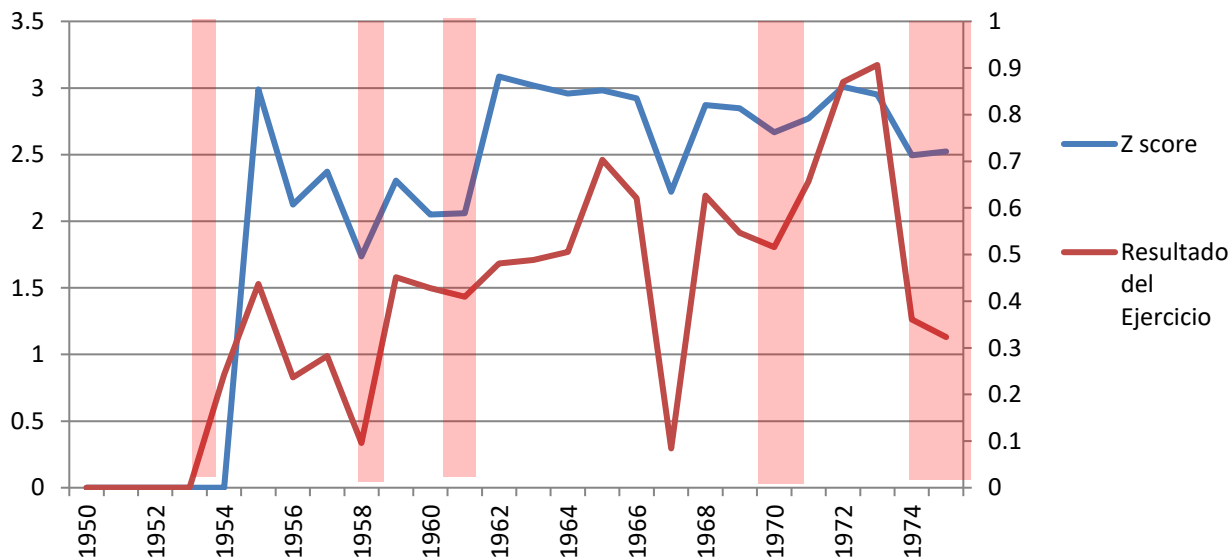
---

<sup>32</sup> Z-Score de Altman



**Figura 43 Z score y resultado del ejercicio (billones de dólares) para General Motors**

Mirando ahora a la Figura 44, donde podemos ver estos dos mismo indicadores para Ford Motors, la historia aquí resulta muy similar. Es cierto que el Z score no es tan elevado como en el caso de General Motors, sin embargo este se muestra por encima de los 3 puntos en la mayoría de los años. En cuanto al resultado del ejercicio, este también se muestra positivo siempre.



**Figura 44 Z score y resultado del ejercicio (billones de dólares) para Ford Motors**

Podría concluirse a partir de estos datos que los riesgos dentro de una economía en desarrollo resultan más bajos debido a los amplios espacios competitivos. Además tal y como se ha podido ver en el apartado de crecimiento, en este también puede concluirse

que el efecto de las recesiones de la economía nacional no resulta determinante. Es cierto que el resultado del ejercicio muestra picos negativos sin embargo como se ha remarcado anteriormente nunca cruza la línea de cero.

Finalmente a partir de comparar la Figura 43 y Figura 44 puede verse que Ford se muestra algo más vulnerable en ambos indicadores. Ford apenas supera los 3 puntos en Z score cuando General Motors lo hace en repetidas ocasiones y en cuanto al resultado del ejercicio puede verse que el de General Motors es siempre superior y más alejado de números negativos. Esto podría tener relación con el tamaño de estas dos empresas, General Motors es una empresa más grande, así mismo podría ser que en una industria en desarrollo las empresas más pequeñas fueran más vulnerables y viceversa.

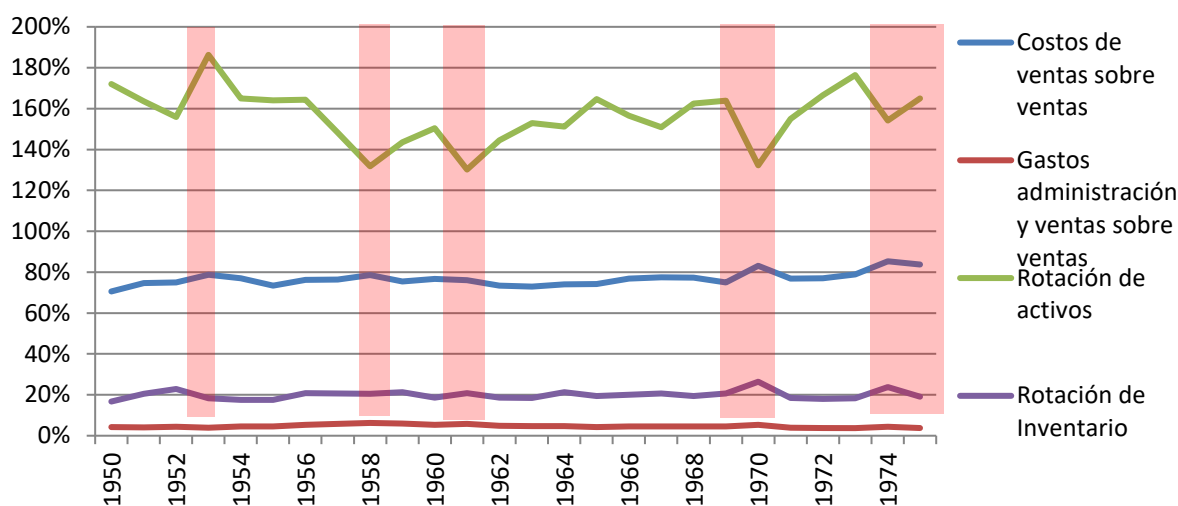
### **7.2.3 Rotación y eficiencia**

En una industria en desarrollo el objetivo principal es crecer para obtener la mayor cuota de mercado cuando la industria alcance la madurez. De este modo la eficiencia copa un segundo plano y los ratios de rotación, gastos y costos se ven muy influenciados por la curva de ventas.

Para analizar la eficiencia de General Motors y Ford se han tomado dos ratios de rotación, uno de gastos y otro de costes. Así comenzando con General Motors puede verse que la rotación de inventario por ejemplo resulta ser muy estable a lo largo de la historia. Por otro lado la rotación de activos fluctúa algo más debido a la menor suavidad de la curva de ventas.

En cuanto a los costes de ventas sobre las ventas, muestran una ligera pendiente positiva poco significativa. Algo muy similar es lo que sucede también con los gastos de administración y ventas sobre ventas, la cual podría tomarse como una curva horizontal sin variaciones. Resulta notable aquí como a pesar de la curva de ventas que puede verse en la Figura 41 y siendo el denominador en los ratios de costes y gastos de la Figura 45, estos dos indicadores se mantienen casi constantes a lo largo del tiempo.

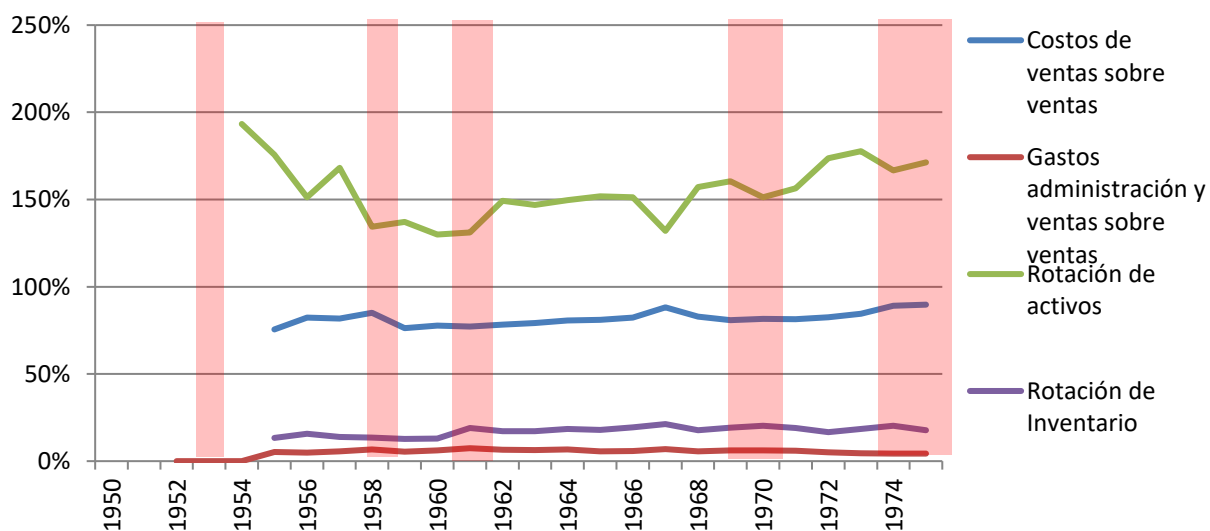
Podría deberse esto a que tal y como se ha mencionado antes la reducción de costes copa un segundo plano en esta fase.



**Figura 45 Eficiencia y rotación para General Motors**

Para Ford Motors, por otro lado, los indicadores muestran una historia muy similar. Debido a las características muy similares de ambas empresas las diferencias resultan ser mínimas.

En primer lugar la rotación de activos para Ford parece mostrar una tendencia más positiva de lo que hace la de General Motors, y la rotación de inventario parece mostrar una tendencia ligeramente similar. Sin embargo ambas apreciaciones resultan ser mínimas.



**Figura 46 Eficiencia y rotación para Ford Motors**

En cuanto a las curvas de gastos y costes en ambas compañías son muy similares en cuanto a tendencia y valores alcanzados, a pesar del crecimiento continuo de las ventas estas no se ven influenciadas. Esto podría mostrar lo mencionado anteriormente, en una industria en desarrollo la reducción en costes no resulta tan prioritaria como el hecho de alcanzar una cuota de mercado competitiva y crecer en ventas. La máxima es vender, cuanto más mejor.

Finalmente cabe destacar que para ambas empresas el incremento en las ventas característico de la etapa de desarrollo les permite mantener ratios de rotación estables ya que las ventas crecen con el activo de la empresa.

### **7.3 Conclusión**

El presente capítulo se ha centrado en mostrar las características principales de una industria en desarrollo. Con tal objetivo se ha seleccionado la industria automotriz estadounidense y en la misma industria las siguientes empresas: Ford y General Motors.

En primer lugar se ha visto como el crecimiento es fundamental en esta etapa y los competidores lo persiguen. Así también se ha podido ver cómo debido a las bajas presiones competitivas las recesiones parecen no afectar en demasía a las empresas sumergidas en una industria en desarrollo como la del ejemplo. Ya que únicamente en el caso de las ventas de General Motors se ha podido ver una ligera influencia de dichas recesiones.

En segundo lugar se ha mirado el Z score y el resultado del ejercicio como indicadores de riesgo e incertidumbre. En ambos casos se ha podido ver que el Z score es alto, lo cual muestra bajo riesgo de banca rota, mostrando con esto también que el espacio competitivo es amplio y que las empresas competidoras dentro de una industria en desarrollo acostumbran a estar más lejos de la banca rota de lo que se pudo ver por ejemplo en el capítulo Del posicionamiento a los indicadores financieros. Por otro lado el resultado del ejercicio se ha mostrado positivo para ambas empresas con beneficios todos los años, síntoma de que las cosas iban bien.

Finalmente se han mirado indicadores de rotación y eficiencia, en este caso también las características tan similares de los dos protagonistas se han visto reflejadas en curvas muy similares. Cabe destacar en este apartado que puede ser que los costes y gastos no se reduzcan con el tiempo precisamente porque el objetivo principal de esta fase es la de



crecer, de manera que puede que se le haga menos caso a estos aspectos. Además el crecimiento simultáneo de los activos de la empresa con las ventas hace que los ratios de rotación de activos se mantengan estables, y para terminar, los ratios de rotación de inventario también siguen un mismo patrón.

## **8 La innovación radical al modelo de negocios**

### **8.1 Introducción**

Este es el cuarto y último capítulo de estrategia, en el cual se hablará de la innovación y las industrias emergentes.

Para ello se presentará en primer lugar lo que supone la generación y captura de valor de manera breve para una empresa. Posteriormente se hablara del modelo de negocio, qué es y cómo puede emplearse este para innovar y así generar o capturar nuevo valor. No se parará a explicar el lienzo del modelo de negocio (business model canvas) ya que este no es parte del alcance del presente capítulo.

Finalmente se hablará de una industria emergente actual, la de los vehículos eléctricos, con la empresa estadounidense Tesla Inc como protagonista. Se hablará de la propuesta de valor de Tesla de manera sencilla, posteriormente en el último capítulo de finanzas se pasará a analizar los estados financieros de dicha empresa para poder plasmar lo mencionado aquí con los indicadores obtenidos en la base de datos Compustat.

### **8.2 Generación y Captura de Valor**

El objetivo de una empresa como sociedad de capital es generar valor, esto lo hace mediante el modelo de negocio establecido por la empresa y el cual es la piedra angular de la misma. Un modelo de negocio adecuado generará valor y riqueza para la empresa.

Esta generación de valor se transforma en capital y beneficios para la empresa, siendo los términos económicos e indicadores financieros las herramientas más útiles para analizar la generación de valor de una empresa. Sin embargo la generación de valor no solo se refleja en resultados financieros, existen otros términos como la sostenibilidad o el componente social que deben tenerse en cuenta para poder alcanzar el éxito. En los últimos años ha habido una tendencia muy importante a dar mucha importancia a estos dos últimos factores, especialmente a la responsabilidad social corporativa.

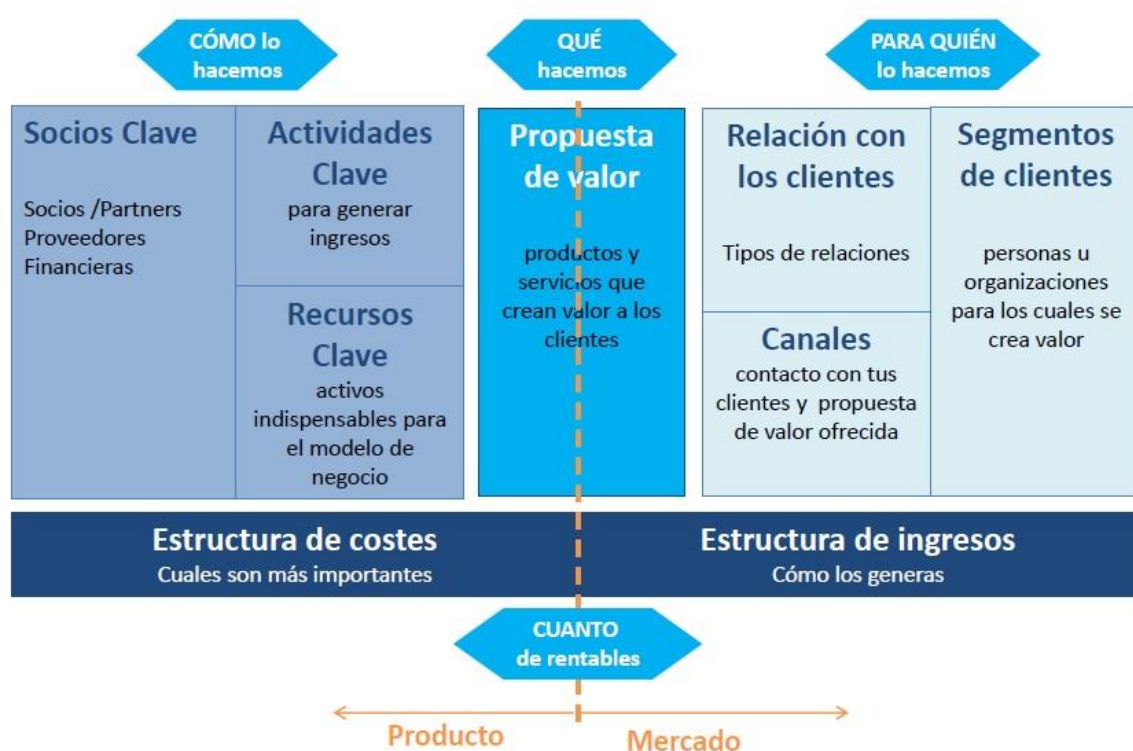
El modelo de negocio de una entidad no es algo rígido e invariable a lo largo del tiempo, el modelo de negocio debe adaptarse a los nuevos cambios, a las nuevas demandas de los consumidores. A su vez se debe tener muy presente que los competidores no son estáticos e intentan buscar nuevas formas de capturar clientes. Por eso es importante, y se debe, innovar también en modelo de negocio.

Un cita célebre a cerca de esto es la siguiente:

*“Cuando los cambios que se producen fuera de una organización son más que los que se producen en el interior, el final está cerca” – Jack Welch<sup>33</sup>.*

### 8.3 Business Model Canvas

Una muy buena herramienta para la gestión estratégica del modelo de negocio es el *Business Model Canvas* (Lienzo de Modelo de Negocio). Es un gráfico que ilustra la propuesta de valor, la infraestructura, los clientes y las finanzas. Cuenta con nueve bloques de construcción (en Figura 47 en los recuadros) y cuatro pilares (en Figura 47 los hexágonos).



**Figura 47 Business Model Canvas**

Partiendo de esto, se puede generar valor innovando en: modelo de industria (industry model), modelo de ingresos (revenue model) y modelo de empresa (Enterprise model).

<sup>33</sup>John Francis "Jack" Welch, Jr. (nacido el 19 de noviembre de 1935) es un ejecutivo americano, autor e ingeniero químico. Fue Presidente y Consejero Delegado de General Electric (GE) entre 1981 y 2001. Durante su mandato a GE, el valor de la empresa aumentó un 4000%.

### **8.3.1 Modelo de Industria**

Innovar la cadena de valor de la industria; entrando en nuevas industrias, redefiniendo los existentes o creando cadenas de valor completamente nuevas.

Un ejemplo de este caso es Apple, transformó la industria de la música por medio de una forma nueva de conectar hardware y software para descargar música con iPod/iTunes, combinación de producto y servicio.

Otro ejemplo es el de Dell, quien transformó la cadena de valor ofreciendo ventas directas a clientes.

### **8.3.2 Modelo de ingresos**

Innovar como se generan los ingresos mediante nuevas propuestas de valor y modelos de fijación de precio.

Un ejemplo muy sonado de este caso es el de Gillette, que innovó el modelo de fijación de precio reduciendo el precio de la maquinilla de afeitar y aumentando la de las cuchillas (recambios).

Sin embargo el ejemplo más sonado de innovación de modelo de ingresos es el de Netflix, quien cambió su modelo de ingresos de alquiler de producto a suscripción basada en anualidad.

### **8.3.3 Modelo de empresa**

Innovar roles de la cadena de valor; cambiando la empresa extendida por una más integrada y especializada o transformando relaciones con trabajadores, proveedores, clientes y otros.

El caso más famoso de integración es el de *Fast Fashion* de Zara, el cual consiste en un nivel de integración altísimo a lo largo de su cadena de valor. El objetivo de esta estrategia es pasar rápidamente las nuevas tendencias de las grandes casas de moda a las tiendas para que así el consumidor medio pueda acceder a ellas.

### **8.3.4 Curva de Valor**

Esto permite comprender cuál es la estrategia competitiva de cada uno de los competidores del mercado, lo que en la práctica implica conocer cómo compiten y seducen a los clientes.

Para ello se representan en el eje horizontal los factores clave en los que la industria actual compete e invierte y en el eje vertical el nivel de oferta de cada uno de ellos que el comprador recibe.

#### 8.4 Descubrir un Océano Azul

En cuanto a las técnicas de innovación existen muchas, una de ellas es la llamada Blue Ocean Strategy (BOS). Es esta en concreto la que aplicaron empresas como Starbucks o Cirque du Soleil. Este último caso se analizará más detalladamente.

La idea que reside detrás del Blue Ocean Strategy es utilizar la innovación como herramienta para ampliar el mercado y hacer de la competencia algo irrelevante. Esta teoría dice que existen océanos rojos donde la competencia es feroz y ganar puntos en la cuota de mercado es muy complicado, por ese motivo el BOS propone dejar de competir para así alcanzar el éxito.

Para generar un nuevo océano azul se deben generar un lienzo estratégico con cuatro nociones (EIRC): eliminar, reducir, incrementar y crear. En la siguiente ilustración se puede ver una interpretación del lienzo estratégico que ejecutó Cirque du Soleil.

<b>Eliminar</b>	<b>Incrementar</b>
Estrellas individuales Shows de animales Venta de comida en pasillos Arenas de Shows múltiples	Un único lugar
<b>Reducir</b>	<b>Crear</b>
Humor y diversión Emoción y peligro	Temáticas Ambientes refinados Producciones múltiples Música y danza artística

**Figura 48 Lienzo estratégico Cirque du Soleil**

Lo que hizo Cirque du Soleil fue alejarse del circo tradicional, un modelo en declive, y acercarse más a la diversión y emoción que ofrece el teatro. Así atrajo a clientes no habituales del circo, cada espectáculo es una producción teatral con una temática y trama

única que se renueva cada cierto tiempo, esto permite además a los espectadores repetir asistencia.

En la siguiente figura se puede ver una comparativa de las propuestas de valor de Cirque du Soleil y Ringling Brothers. Ringling Brothers es una compañía de circo tradicional fundada en 1884, su propuesta de valor era muy tradicional siendo pilares fundamentales los espectáculos con animales y los artistas individuales. Alcanzaron el éxito en los años 1920, llegando John Ringling a ser uno de los hombres más ricos del mundo. Pero debido a la falta de innovación llegó la decadencia y el circo de los Ringling Brothers comenzó a perder popularidad, finalmente en mayo de 2017 cerró definitivamente, mientras tanto Cirque du Soleil sigue viento en popa.

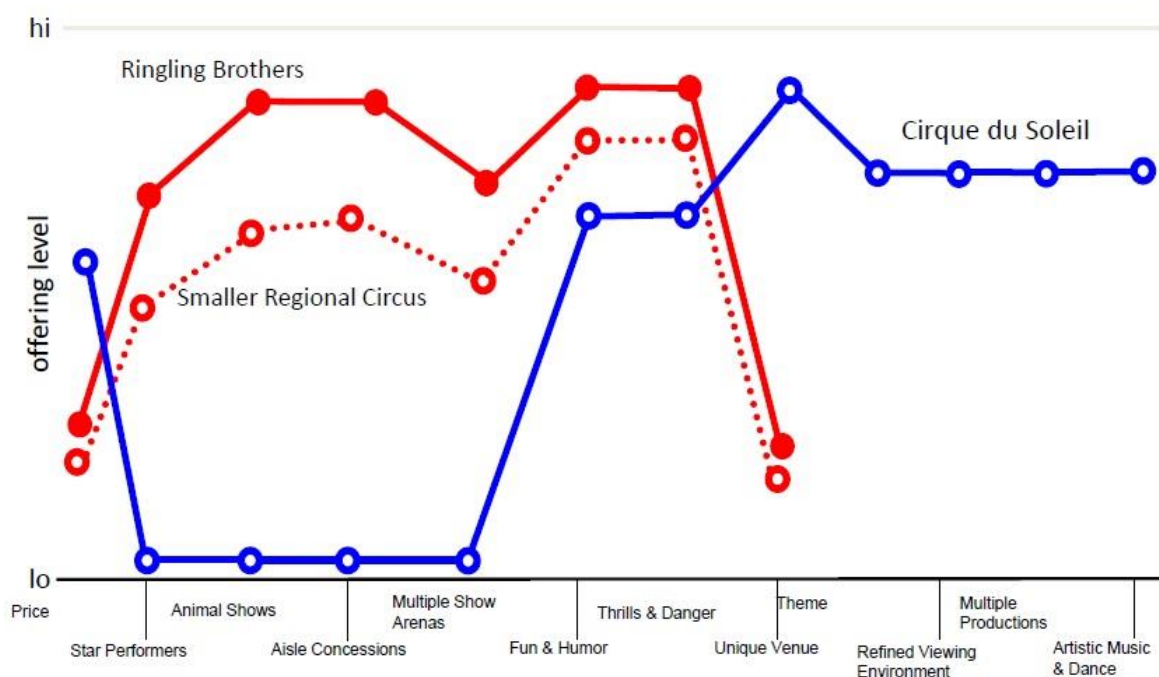


Figura 49 Propuesta de valor: Ringling Brothers vs Cirque du Soleil

## 8.5 La nueva propuesta de valor de Tesla Inc.

Se mirará ahora a los vehículos eléctricos, esta es una nueva industria emergente que está creciendo en la actualidad y de cuyo nacimiento es protagonista la empresa estadounidense Tesla Inc. Teniendo en cuenta la evolución de la sociedad y adaptándose a las nuevas necesidades que a esta se le generan Tesla ha sido capaz de generar una

nueva propuesta de valor que la diferencia de manera clara respecto a los clásicos productores de vehículos de combustión interna.

En la sociedad del actual, principios del siglo veintiuno, hay nuevos factores que están adquiriendo cada vez más importancia y de los cuales Tesla desea sacar partido, factores como:

- Un coche de una persona particular se encuentra el 95% del tiempo parado según un estudio de la universidad de California en Los Ángeles.
- Existe preocupación creciente por el medio ambiente.
- El mercado del vehículo eléctrico crece más que el de combustión.
- Existe la oportunidad de generar un know-how y suministrar a otras marcas red eléctrica de carga, baterías y piezas para fabricación de vehículos eléctricos.
- Subida creciente del precio del petróleo haciendo al coche eléctrico más rentable en relación.

Tomando esto Tesla propone un nuevo modelo de negocio con una nueva estructura de ingresos, es decir una nueva forma de monetizar su propuesta de valor. Tesla ofrece una nueva curva de valor diferente a los clásicos fabricantes de vehículos como puede ser General Motors. De esta manera Tesla propone lo siguiente:

#### **8.5.1 Coches rápidos y potentes**

El Tesla con menor potencia es el Model 3 y tiene 262CV de potencia lo cual es más potencia de lo que tiene en 2018 un Golf GTI (230 CV), una referencia entre los coches deportivos del segmento B.

#### **8.5.2 Estéticamente atractivos**

Gracias a su forma aerodinámica todos los coches de Tesla tienen un estilo propio característico que resulta muy atractivo dentro de la industria.

#### **8.5.3 Motores sin mantenimiento periódico**

No existe el servicio post-venta del concesionario, y los motores de Tesla no necesitan un mantenimiento periódico, esto es resulta especialmente confortable para los consumidores.

#### **8.5.4 Especialización en el segmento de los vehículos puramente eléctricos**

Tesla solo fabrica vehículos eléctricos en materia de productos de transporte.

### **8.5.5 Distribución directa sin concesionarios**

Tesla no tiene concesionarios, sino Tesla Stores, los cuales se parecen mucho a los Apple Store en cuanto a diseño y atención al cliente. Además tiene un modelo de venta directa a diferencia de los fabricantes clásicos de vehículos.

### **8.5.6 Autonomía**

Tesla ofrece la mayor autonomía en cada segmento de vehículos gracias a su fuerte inversión en I+D en temas de baterías de litio.

### **8.5.7 Equipamiento**

Todos los vehículos que comercializa Tesla ofrecen un equipamiento muy elevado, de esta manera el precio que aparece en la web es el precio final del vehículo. En la industria automotriz actual esto es muy poco frecuente ya que todas las marcas ofrecen paquetes de extras para equipar sus vehículos encareciendo así el precio final del mismo.

### **8.5.8 Respetuoso con el medio ambiente**

Los vehículos comercializados por Tesla no emiten CO<sub>2</sub> a la atmósfera.

### **8.5.9 Precio competitivo**

En el sector de los vehículos eléctricos con el Model 3 a la cabeza en cuanto a precio Tesla ofrece un vehículo muy equipado con una gran autonomía a un precio relativamente reducido. El Model 3 alcanza un coste de 35.000 USD cuando un vehículo eléctrico similar en prestaciones como puede ser el Jaguar I-Pace tiene un precio base de 92.000 USD sin extras incluidos.

## **8.6 Conclusión**

En este último capítulo de estrategia se ha hablado sobre generación y captura de valor en primera instancia. Aquí se ha introducido la idea de modelo de negocio, y se ha hecho hincapié en el dinamismo de los mercados tanto por parte de los consumidores como de los competidores.

Posteriormente se ha explicado lo que es el *Business Model Canvas* (Lienzo de Modelo de Negocio), y como puede ser innovar dentro de este para generar o capturar nuevo valor. Se ha hablado de cuatro formas de innovación en concreto con varios ejemplos para ilustrarlos:

- Modelo de Industria



- Modelo de ingresos
- Modelo de empresa
- Curva de Valor

A continuación se ha presentado la estrategia de innovación del océano azul (*Blue Ocean Strategy*) teóricamente y también ha sido ilustrado con el ejemplo de Cirque du Soleil.

Finalmente se ha tomado el caso particular de Tesla y se ha parado a valorar como ha aprovechado la empresa liderada por Elon Musk la situación actual en cuanto a transporte sostenible para crear una nueva propuesta de valor a la que se le espera que le sacarán mucho rédito.

## 9 Fuentes y estructuras de financiamiento

### 9.1 Introducción

El siguiente capítulo, el último del presente documento, trata de las nuevas industrias nacientes. Una innovación habitualmente inaugura una nueva industria, con nuevos competidores, en el que la búsqueda del modelo dominante se convierte en prioridad y las inversiones en innovación están a la orden del día.

En referencia a esto, se hablará sobre la industria de los vehículos eléctricos enchufables, donde se encuentra como protagonista principal la compañía estadounidense Tesla. Sin embargo este no es el único, existen también otros competidores que proceden de la industria del motor de combustión interna, tales como Volkswagen, General Motors o Ford.

En este sentido se introducirá en primer lugar la industria en sí y posteriormente se pasará a analizar la empresa estadounidense Tesla como tal. El análisis se dividirá en cuatro bloques principales:

- **Tamaño y crecimiento:** tomando los activos totales, las ventas y los flujos de capital invertido.
- **Investigación + desarrollo y marketing:** se mirará a la inversión en I+D, marketing y la relación con las ventas.
- **Incertidumbre y riesgo:** Z score y resultado del ejercicio.
- **Rentabilidad:** rotación de activos, margen sobre ventas, apalancamiento financiero y rentabilidad financiero es decir, análisis de DuPont.

El procedimiento para este último análisis es exactamente el mismo que el llevado a cabo en el capítulo Del posicionamiento a los indicadores financieros y La mirada financiera a la flexibilidad estratégica.

### 9.2 Una industria naciente

Cuando se da una innovación disruptiva dentro de una industria, esta puede darse mediante la irrupción de una nueva tecnología o simplemente porque se ha creado una nueva forma de hacer las cosas completamente nueva. Así esta innovación ofrece cubrir nuevas necesidades con un nuevo formato en cuanto a modelo de negocio y costos.

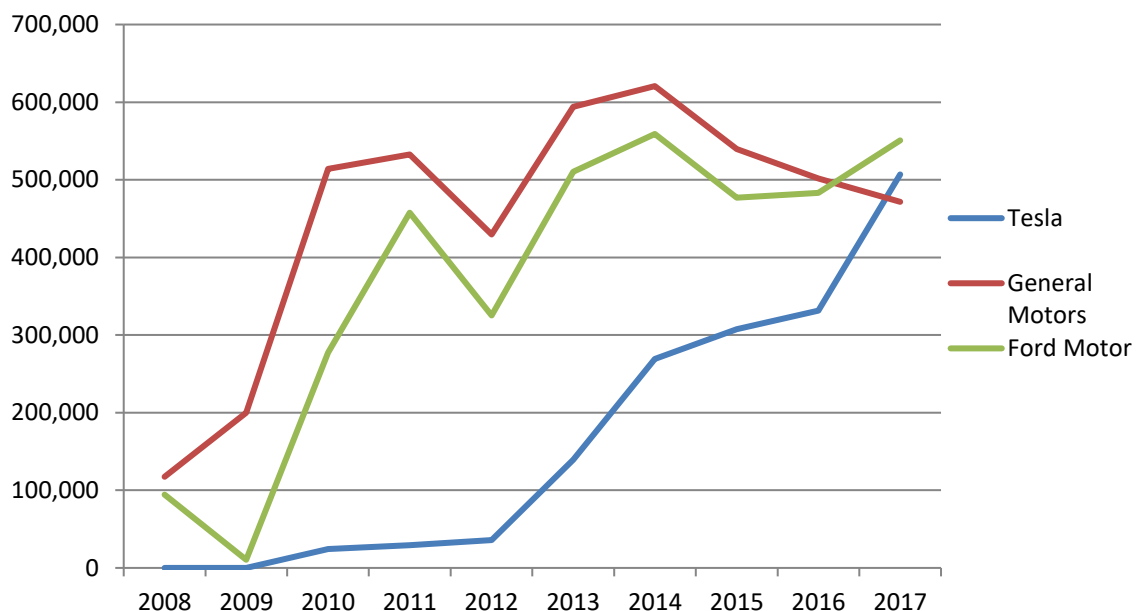
En el capítulo anterior se ha mostrado el lienzo EIRC de Cirque du Soleil y también la propuesta de valor de Tesla. En este capítulo de finanzas pasaremos analizar la industria de los vehículos eléctricos con Tesla como único protagonista. La referencia dentro de esta nueva industria es Tesla, la compañía estadounidense lleva 15 años (desde su fundación) desarrollando tecnología para esta aplicación y esto le ha permitido crecer de manera muy pronunciada en los últimos años.

De este modo el hecho de seleccionar esta industria nos permite además dar continuidad a la historia de la industria automotriz que hemos podido ir conociendo en los bloques previos del presente documento.

Tesla se fundó con el objetivo de acelerar la transición hacia el transporte sostenible mediante vehículos eléctricos para de esta manera combatir el calentamiento global. De este modo Tesla redactó su plan maestro con tres principales hitos:

1. Iniciarse como un fabricante de poco volumen de vehículos eléctricos, se comenzó con el Tesla Roadster. De este modo se pudo echar por tierra los mitos que aseguraban que los vehículos eléctricos no podían ser rápidos, potentes y deportivos.
2. Comercializar un vehículo alcanzando un volumen mayor que el del primer hito, de manera que permitiera reducir el precio de venta haciéndolo así más accesible. Así Tesla comercializó el Model S demostrando con este que tenía la capacidad de competir con los fabricantes de berlinas de lujo.
3. Mediante los beneficios obtenidos de los dos anteriores proyectos fabricar un vehículo de alto volumen con un precio asequible que fuera accesible para un público muy amplio.

En 2010 Tesla entró en bolsa y los datos que se poseen en el siguiente estudio son a partir de dicho año.



**Figura 50 Capitalización de mercado en billones de dólares estadounidenses**

Visto esto, mirando en primer lugar a la capitalización de mercado<sup>34</sup> de Tesla, puede verse que los inversores creen en el proyecto de la empresa estadounidense y que valoran la tecnología que ha desarrollado en temas de baterías de litio principalmente. Así mismo Tesla ha escalado muchísimos puntos en capitalización de mercado en los últimos años, tanto que en abril de 2017 superó a General Motors; anteriormente había superado a Ford Motors.

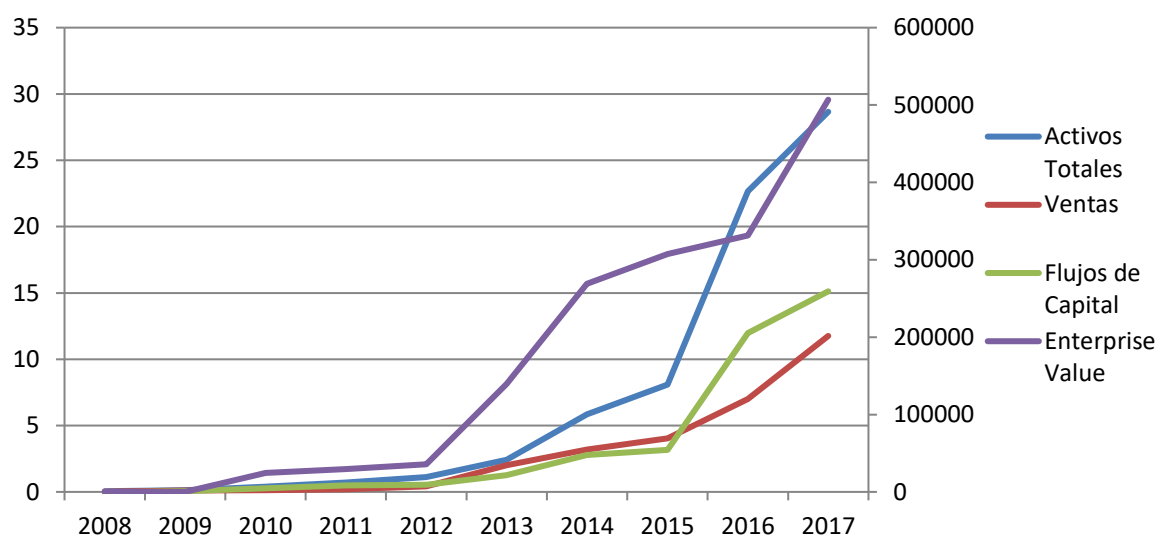
De esta manera Tesla se convirtió en la primera empresa estadounidense de la industria automotriz en cuanto a capitalización de mercado, y todo en un periodo menor a una década desde su salida a bolsa.

### 9.2.1 Tamaño y crecimiento

Para mirar la evolución del tamaño y del crecimiento de Tesla desde su salida a bolsa se han graficado los activos totales, las ventas, los flujos de capital invertido y el enterprise value (eje derecho, el resto eje izquierdo). De la misma manera que en los bloques anteriores, todos estos indicadores se encuentran explicados en el segundo capítulo (Los indicadores financieros como espejo de la estrategia y sus riesgos) del presente documento y el primero de finanzas.

<sup>34</sup>**Capitalización de mercado:** el producto entre número de acciones en circulación y el precio de la acción.

Comenzando con los activos totales de la empresa puede verse el crecimiento de los mismos en la Figura 50, sobre todo a partir de 2012, esta fecha es clave en la historia de Tesla pues en julio de 2012 fue cuando se entregaron las primeras unidades del Model S, alcanzando así el segundo hito de su plan maestro. El Model S fue el primer modelo de Tesla en alcanzar un volumen de venta considerable, y eso puede verse reflejado en la Figura 50. Hasta el año 2012 Tesla solo tenía el Roadster en el mercado y este era un vehículo inaccesible para la mayoría de los estadounidenses de manera que el volumen de ventas era muy bajo como puede verse en la curva de ventas.



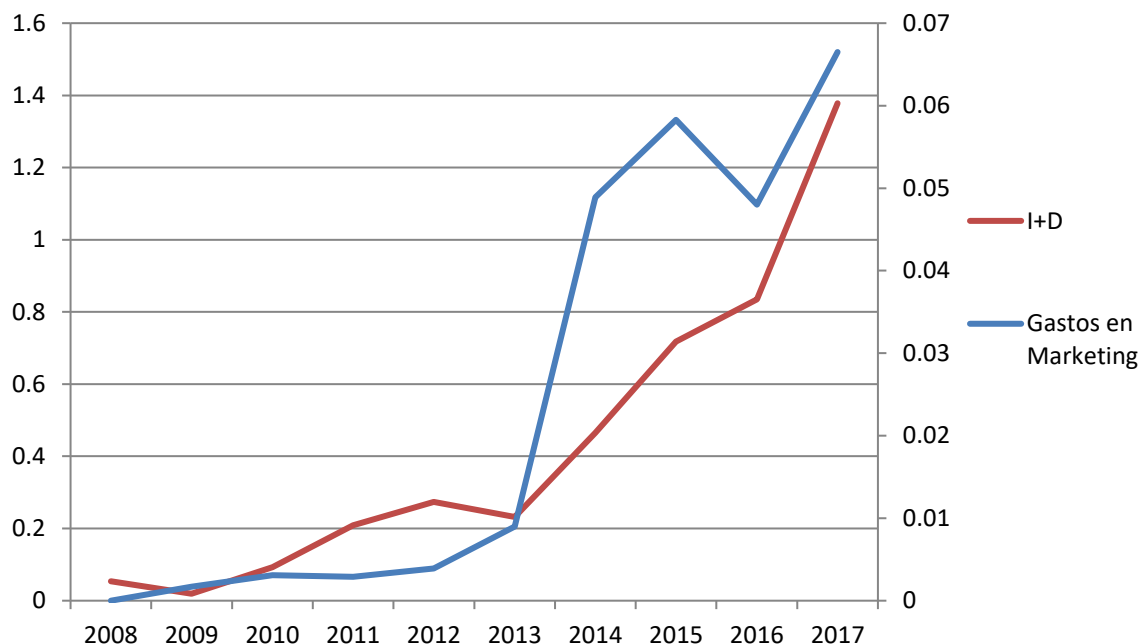
**Figura 51 Tamaño y crecimiento de Tesla en billones de dólares estadounidenses**

Los activos totales van de la mano con el crecimiento de las ventas y los flujos de capital invertido. Este último indicador sobrepasa en el año 2015 al de las ventas y se mantiene por encima de este hasta el año 2017, de aquí puede entenderse que Tesla no deja de invertir para seguir desarrollando tecnología y creciendo.

Por otro lado, mirando ahora al enterprise value, puede verse que este no deja de crecer desde 2012, adquiriendo un gradiente más positivo a medida que avanza el tiempo. Aquí puede verse la confianza que se ha ido ganando Tesla con el paso del tiempo y a medida que ha ido comercializando nuevos productos. Actualmente es una de las empresas a las que más potencial se le espera y se prevé que vaya a ser líder en un futuro y que vaya a monetizar mucho.

### 9.2.2 Investigación y desarrollo

En una industria joven en la que la innovación es tecnológica la inversión en I+D resulta ser importante, en la Figura 52 pueden verse graficadas la curva de gastos en investigación y desarrollo (eje izquierdo) y marketing (eje derecho) por parte de Tesla a lo largo de su historia.

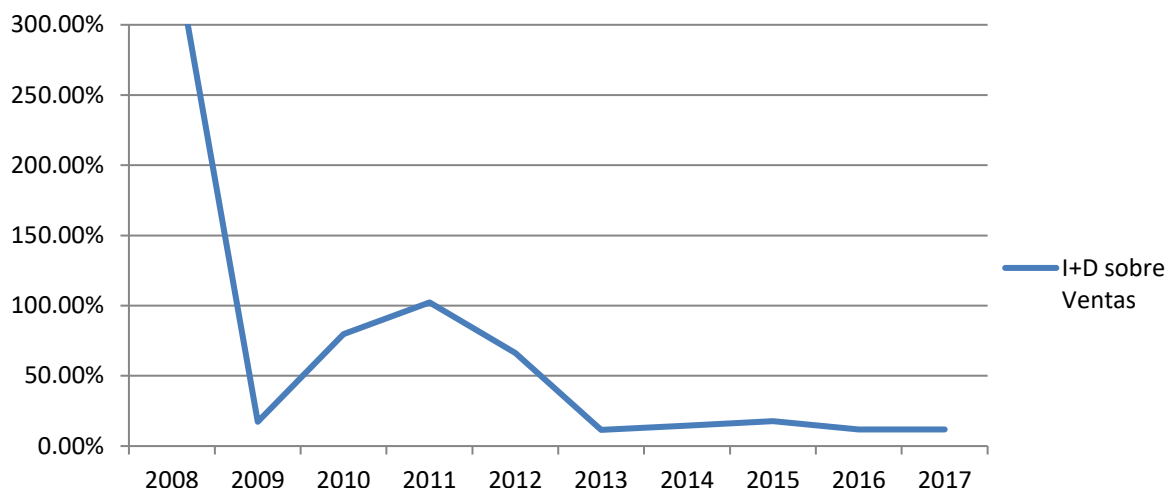


**Figura 52 Gastos de Tesla en billones de dólares estadounidenses**

En primer lugar puede verse como durante los primeros años, y sobre todo hasta la comercialización del Model S (2012) los gastos en marketing son muy bajos. Esto resulta coherente ya que solo tenían un producto de muy bajo volumen de ventas comercializado, y eso no requiere de mucha inversión en marketing por lo que puede apreciarse.

Además puede verse como el gasto en I+D crece con el tiempo, y es que a medida que la empresa crece como muestra la Figura 51 puede verse en la Figura 52 que el gasto en I+D también lo hace, es decir Tesla sigue trabajando e invirtiendo en su know-how.

En la Figura 53 podemos ver la evolución de los gastos de investigación y desarrollo sobre las ventas, aquí puede verse la influencia del incremento de las ventas con el tiempo. Como puede verse en la Figura 52 los gastos en I+D crecen de manera continuada sin embargo no lo hacen tan rápidamente como las ventas (Figura 51), es por este motivo que el ratio de I+D sobre ventas disminuye con el tiempo.



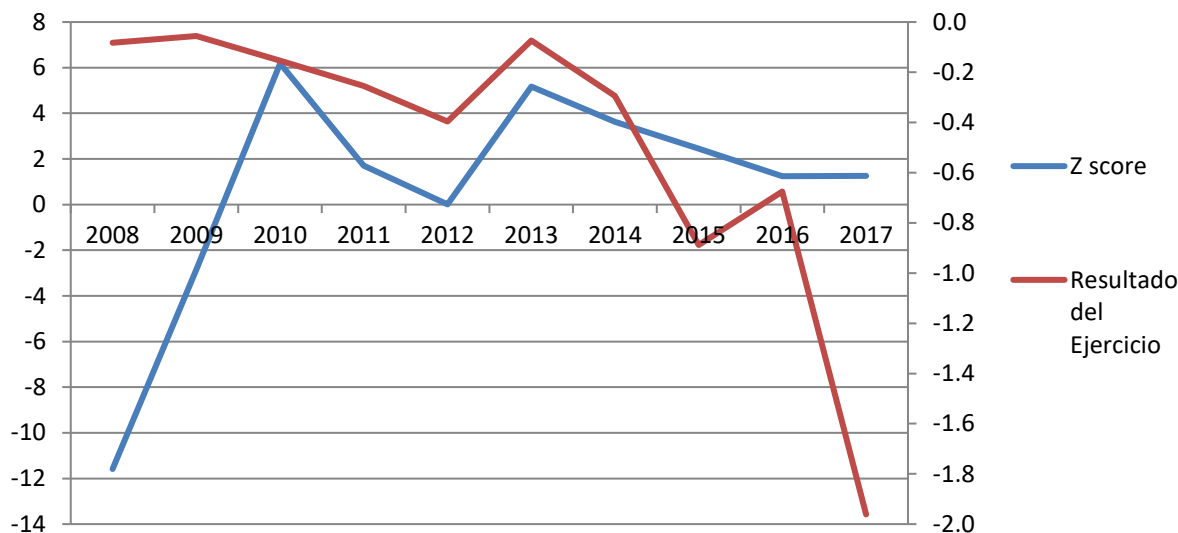
**Figura 53 Gastos de I+D sobre ventas**

### 9.2.3 Riesgo e incertidumbre

Para hablar sobre el riesgo y la incertidumbre en el caso de Tesla se han tomado el Z score y el resultado del ejercicio de la misma manera que en los capítulos anteriores.

Así en la Figura 54 puede verse como el resultado del ejercicio (eje derecho) jamás resulta ser positivo a lo largo de sus 10 años de historia en bolsa. Esto es característico de una empresa joven que no ha alcanzado una economía de escala y que todavía no genera beneficios. Además en el caso de Tesla parece ser que el resultado del ejercicio es cada vez más negativo con el paso del tiempo, esto podría dar pie a preocupaciones.

En cuanto al Z score (eje izquierdo) puede verse que en un principio este es muy bajo. Posteriormente hay años en los que el riesgo es bajo (el Z score supera los tres puntos) y en otros el riesgo resulta ser más elevado (Z score por debajo del 1,8). A pesar de esto, parece que la curva graficada del Z score confirma lo que muestra el resultado del ejercicio, sobre todo en los últimos años, el cual parece haber tomado una tendencia muy negativa. Y es que en los últimos años parece que las cosas no están yendo tan bien para Tesla y el riesgo de banca rota se está viendo incrementado.



**Figura 54 Z-score y resultado del ejercicio en billones de dólares estadounidenses para Tesla**

John Thompson, director de inversiones de Vilas Capital Management dijo en marzo de 2018 que “Tesla sin lugar a dudas se encuentra al límite de la bancarrota”. Más tarde, en mayo del mismo año Elon Musk, CEO de Tesla Inc., anunció que la compañía estadounidense sufriría una reorganización con el objetivo de reducir costes y renunciar a todo aquello que fuera prescindible para alcanzar su objetivo como entidad, acelerar la transición al transporte sostenible. Al mismo tiempo, se mencionaba en ese mismo comunicado la importancia de mejorar la comunicación interna en la empresa.

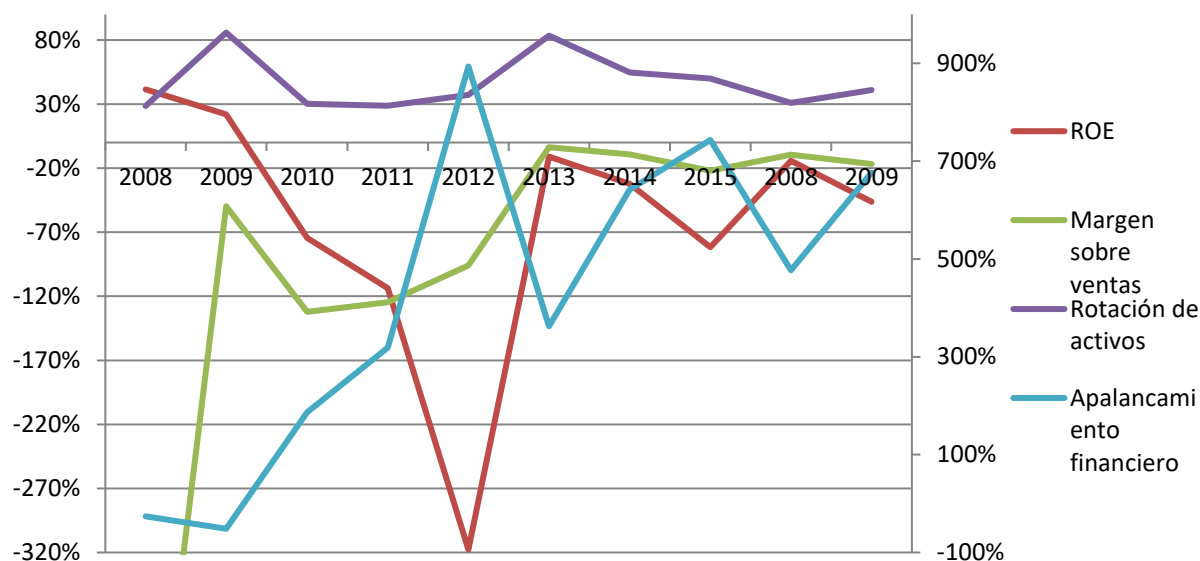
#### 9.2.4 Rentabilidad

Finalmente se mirará como se muestra la rentabilidad en una empresa de una industria nueva. En la Figura 55 se encuentran graficadas el margen sobre ventas, la rotación de activos, ROE y apalancamiento financiero (eje derecho, el resto eje izquierdo). Con estos indicadores se analizará la rentabilidad que muestra Tesla a lo largo de sus 10 primeros años y como se construye esta mediante el análisis de DuPont.

Comenzando por la rotación de activos, pueden verse los lanzamientos del Roadster Sport (2009) y del Model S (2012) reflejados en los picos de este indicador. Posteriormente la rotación de activos toma una tendencia bajista que pudiera afectar a los malos resultados de la empresa en los próximos años, esto puede deberse también a lo acelerado que es el crecimiento de los activos totales como puede verse en la Figura 51, ya que la rotación es el cociente entre las ventas y el activo total.



Mirando ahora al margen sobre ventas puede verse que este se estabiliza a partir de la comercialización del Model S, sin embargo lo hace en datos negativos.



**Figura 55 Análisis de DuPont y ROA para Tesla**

En lo que respecta al apalancamiento financiero puede verse la irregularidad de este y los picos que sufre a lo largo de la historia de la empresa. Este indicador afecta de manera clara al ROE, pudiéndose ver una rentabilidad financiera muy irregular. Además cabe destacar que el apalancamiento de manera general, sobre todo a partir del año 2012, es elevado; puede recordarse para hacer esta valoración por ejemplo el apalancamiento financiero de Toyota en el año 2017, el cual es de 2,7.

### 9.3 Conclusión

Finalmente en este último capítulo del presente documento se ha tratado sobre las industrias emergentes desde un punto de vista financiero. La industria de los vehículos eléctricos se encuentra actualmente en plena innovación y queda todavía por concretar cómo va a ser el modelo de negocio; ya que como se comentaba en el capítulo anterior (sobre estrategia en industrias emergentes) existe una nueva propuesta de valor que todavía no ha convergido en un diseño dominante dentro de esta industria.

En este capítulo se han mirado los estados financieros de Tesla Inc., y a partir de ellos se han calculado diferentes ratios financieros de los que se ha podido extraer cierta información. En primer lugar se ha mirado la capitalización de mercado de Tesla, la cual está estrechamente relacionada con las ventajas competitivas que la empresa

estadounidense ha desarrollado a lo largo de los últimos años en materia de tecnología para almacenamiento de energía eléctrica. De esta manera se ha comparado la capitalización de mercado de Tesla con la de los ejemplos en los capítulos anteriores (industria madura e industria en desarrollo).

En la Figura 51 se ha podido ver el tamaño y el crecimiento de Tesla, el cual es indiscutible sobre todo a partir de la comercialización del Model S. Dentro de esta gráfica destacan sobre todo los activos totales, los cuales crecen de manera muy pronunciada, al mismo tiempo las ventas no son capaces de seguir este ritmo y esto es lo que hace que posteriormente se puede ver que la rotación de activos no sea tan elevada.

Posteriormente se ha parado a mirar información sobre inversión en I+D y marketing, donde se han podido obtener resultados muy esperables, con una fuerte inversión sobre ventas en I+D en los primeros años que ha caído con el tiempo, sin embargo la inversión en I+D ha continuado creciendo con el tiempo. Se ha podido ver también que a medida que se comercializaban productos el marketing ha ido adquiriendo importancia.

En cuanto al riesgo y la incertidumbre, ha quedado claro que Tesla todavía no ha alcanzado sus objetivos ya que se encuentra en el umbral de bancarrota y no ha tenido en ninguno de los años de su existencia un resultado del ejercicio positivo. Al hilo esto viene la reorganización sufrida a partir de mayo de 2018.

Para terminar se ha hablado sobre rotación y rentabilidad donde se ha podido ver que la rotación es baja y que el apalancamiento es elevado entre otras cosas. En la misma figura puede también verse que debido al margen sobre ventas negativo la rentabilidad es también negativa.

## 10 Bibliografía

(s.f.).

*ABC Etapas de la demanda.* (s.f.). Obtenido de <http://www.abc.com.py/edicion-impresas/suplementos/economico/etapas-de-la-demanda-1431144.html>

*Adminempresas Bogspot.* (s.f.). Obtenido de <http://admindeempresas.blogspot.cl/2007/11/estrategia-de-liderazgo-en-costes.html>

Alvarez, M. F. (2015). *Financial Statemnts Analysis A Practitioner's Guide.*

*Apparel News.* (s.f.). Obtenido de <https://www.apparelnews.net/news/2017/dec/07/after-bankruptcy-quiksilver-changes-name-and-goes/>

*Atenea - 240EI033 - Innovación Tecnológica.* (s.f.). Obtenido de <https://atenea.upc.edu/login/index.php>

*Biomedcentral.* (s.f.). Obtenido de <https://j-biomed-discovery.biomedcentral.com/articles/10.1186/1747-5333-3-3>

*Business insider.* (s.f.). Obtenido de <http://www.businessinsider.com/wal-mart-ecommerce-vs-amazon-2015-7>

*Business insider.* (s.f.). Obtenido de <http://www.businessinsider.com/walmart-vs-amazon-online-sales-2015-11>

*Business Tutsplus - Los Tipos Principales de Riesgos de Negocios.* (s.f.). Obtenido de <https://business.tutsplus.com/es/tutorials/the-main-types-of-business-risk--cms-22693>

*Car and Bike.* (s.f.). Obtenido de <https://auto.ndtv.com/news/tesla-posts-record-sales-in-2017-1795693>

Casadesus-Masanell, R. (2004). Dinámica competitiva y modelos de negocio. *Universia Business Review* .

*Causas de la innovación.* (s.f.). Obtenido de <https://prezi.com/ndxmd4kjs4zr/causas-que-llevan-a-la-innovacion-de-procesos-o-productos-te/>

*Contabilidad.com.* (s.f.). Obtenido de <https://contabilidad.com.do/estados-financieros/>

*Debitoor.* (s.f.). Obtenido de <https://debitoor.es/glosario/definicion-estados-financieros>

*Differentiate your business.* (s.f.). Obtenido de <http://www.differentiateyourbusiness.co.uk/is-your-business-stuck-in-the-middle>

*Economipedia.* (s.f.). Obtenido de <http://economipedia.com/definiciones/costes-hundidos.htm>

*El Mundo.* (s.f.). Obtenido de <http://www.elmundo.es/papel/todologia/2017/05/08/590c775be5fdeada0d8b4627.html>

*El País.* (s.f.). Obtenido de [https://elpais.com/elpais/2014/03/21/gente/1395404000\\_526683.html](https://elpais.com/elpais/2014/03/21/gente/1395404000_526683.html)

*El Periodico.* (s.f.). Obtenido de <https://www.elperiodico.com/es/motor/noticias/industria/mercado/coches-menos-vendidos-espana-2017-6540918>

*Eldiario.es.* (s.f.). Obtenido de [https://www.eldiario.es/economia/eDreams-ejemplo-economico-Espana-posible\\_0\\_246725445.html](https://www.eldiario.es/economia/eDreams-ejemplo-economico-Espana-posible_0_246725445.html)

*Enciclopedia Financiera.* (s.f.). Obtenido de <https://www.encyclopediainanciera.com/definicion-liderazgo-en-costos.html>

*Enciclopedia Financiera.* (s.f.). Obtenido de <http://www.encyclopediainanciera.com/estados-financieros.htm>

Espinosa, D. (s.f.). Obtenido de [http://davidespinoza.es/joomla/index.php?option=com\\_content&view=article&id=308:ratios-de-liquidez&catid=143:analisis-economico-financiero-de-una-empresa](http://davidespinoza.es/joomla/index.php?option=com_content&view=article&id=308:ratios-de-liquidez&catid=143:analisis-economico-financiero-de-una-empresa)

*Estrategia se escribe con k.* (s.f.). Obtenido de <https://estrategiaseescribeconk.blogspot.cl/2010/10/aston-martin-la-marca-mas-cool-para-los.html>

*Etapas de la vida de un producto.* (s.f.). Obtenido de <https://www.pedroangelcorraliza.com/las-4-etapas-del-ciclo-de-vida-del-producto/>

*Expansión.* (s.f.). Obtenido de <http://www.expansion.com/2015/01/13/empresas/motor/1421140072.html>

*Expansión*. (s.f.). Obtenido de <http://www.expansion.com/2015/01/13/empresas/motor/1421140072.html>

*Finding Circle*. (s.f.). Obtenido de <https://www.fundingcircle.com/es/diccionario-financiero/ratio-liquidez>

*Forbes*. (s.f.). Obtenido de <https://www.forbes.com/sites/clareoconnor/2013/04/23/walmart-vs-amazon-worlds-biggest-e-commerce-battle-could-boil-down-to-vegetables/#461efaca3154>

*Formate Gratis*. (s.f.). Obtenido de <http://formate-gratis.es/estrategia-de-difer.html>

*Foro Marketing*. (s.f.). Obtenido de <https://www.foromarketing.com/exito-mundial-uniqlo-7-claves/>

*Forocoches Eléctricos*. (s.f.). Obtenido de <https://forococheselectricos.com/2018/04/las-principales-diferencias-entre-una-tesla-store-y-un-concesionario-al-uso.html>

*Gerencie*. (s.f.). Obtenido de <https://www.gerencie.com/apalancamiento-financiero.html>

*Gestión estratégica de la innovación tecnológica*. (s.f.). Obtenido de [http://todosibuc.uc.cl/primo\\_library/libweb/action/display.do?tabs=detailsTab&ct=display&fn=search&doc=TN\\_proquest859114868&indx=10&reclds=TN\\_proquest859114868&recldxs=9&elementId=9&renderMode=poppedOut&displayMode=full&frbrVersion=3&frbg=&ac=O3%3D152%26O](http://todosibuc.uc.cl/primo_library/libweb/action/display.do?tabs=detailsTab&ct=display&fn=search&doc=TN_proquest859114868&indx=10&reclds=TN_proquest859114868&recldxs=9&elementId=9&renderMode=poppedOut&displayMode=full&frbrVersion=3&frbg=&ac=O3%3D152%26O)

*Investing.com*. (s.f.). Obtenido de <https://es.investing.com/>

Irrarrazabal, A. *Análisis financiero en la Gestión de Empresas, Control estratégico de la Gestión*. Santiago, Chile: Escuela de Ingeniería UC.

Ittelson, T. R. (2009). *Financial Statemnts*.

*Jaguar*. (s.f.). Obtenido de <https://www.jaguar.es>

*Knoow*. (s.f.). Obtenido de <http://knoow.net/es/cieeconcom/gestion/economia-gama/>

*La innovación tecnológica como variable determinante en la competitividad de los países*. (s.f.). Obtenido de

[http://todosibuc.uc.cl/primo\\_library/libweb/action/display.do?tabs=detailsTab&ct=display&fn=search&doc=TN\\_dial](http://todosibuc.uc.cl/primo_library/libweb/action/display.do?tabs=detailsTab&ct=display&fn=search&doc=TN_dial)

*La tecnología y su ciclo de vida.* (s.f.). Obtenido de <https://www.youtube.com/watch?v=-OsK895E-Lc?>

*La Voz tx.* (s.f.). Obtenido de <https://pyme.lavoztx.com/negocios-con-bajo-margen-vs-alto-margen-6043.html>

*Mail x mial.* (s.f.). Obtenido de <http://www.mailxmail.com/curso-mercadotecnia-2/estrategia-nicho-mercado>

MassmannSch, J. R. (Mayo 1987). *Apuntes sobre análisis financiero-contable*. U. Chile.

*Master Marketing.* (s.f.). Obtenido de <http://mastermarketingla.com/ejemplos-de-diferenciacion/>

*Money.cnn.com.* (s.f.). Obtenido de <http://money.cnn.com/2017/11/27/investing/cyber-monday-online-retail-stocks-amazon-walmart/index.html>

*Monografías.* (s.f.). Obtenido de <http://www.monografias.com/trabajos59/estrategia-nichos/estrategia-nichos2.shtml>

*Nasdaq.* (s.f.). Obtenido de <https://www.nasdaq.com/article/amazon-vs-wal-mart-whos-winning-retails-title-fight-cm588768>

*NIIF.* (s.f.). Obtenido de <http://www.ifrs.org>

*Novicap.* (s.f.). Obtenido de <https://novicap.com/blog/lograr-ventaja-competitiva-control-financiero/>

*OBS Business School.* (s.f.). Obtenido de <https://www.obs-edu.com/int/blog-investigacion/sistemas/innovacion-tecnologica-tipos-y-caracteristicas-principales>

*Opentextbc.* (s.f.). Obtenido de <https://opentextbc.ca/strategicmanagement/chapter/stuck-in-the-middle/>

Piqueras, C. (s.f.). *Caso Starbucks*. Obtenido de <https://www.cesarpiqueras.com/clave-del-exito-de-starbucks/>

*Puros Autos.* (s.f.). Obtenido de <http://www.purosautos.com/noticias/caen-levemente-las-ventas-general-motors-2017/>

*S&P Global.* (s.f.). Obtenido de <https://www.spglobal.com/>

*Scribd.* (s.f.). Obtenido de <https://es.scribd.com/doc/58501521/INDICE-DE-APALANCAMIENTO>

*Shoup.bol.ucla.edu.* (s.f.). Obtenido de <http://shoup.bol.ucla.edu/PayAsYouPark.htm>

*Sodaisgood Blogspot.* (s.f.). Obtenido de <http://sodaisgood.blogspot.cl/2008/09/history-of-coca-cola-prices.html>

*Swivel.* (s.f.). Obtenido de <https://www.swivel.net/2017/04/20/teslas-value-proposition-lesson-for-airlines/>

*The Guardian.* (s.f.). Obtenido de <https://www.theguardian.com/science/blog/2009/feb/05/should-government-fund-blue-skies-research>

*Time.com.* (s.f.). Obtenido de <http://time.com/4040160/amazon-walmart/>

*US Courts.* (s.f.). Obtenido de <http://www.uscourts.gov/services-forms/bankruptcy/bankruptcy-basics/chapter-11-bankruptcy-basics>

*USA Today.* (s.f.). Obtenido de <https://www.usatoday.com/story/tech/2017/12/12/youre-not-going-crazy-you-did-see-review-before-syndication-helps-companies-fight-amazon/930294001/>

*Volkswagen.* (s.f.). Obtenido de <http://www.vw.com>

*Wikipedia.* (s.f.). Obtenido de [https://es.wikipedia.org/wiki/Tesla,\\_Inc.](https://es.wikipedia.org/wiki/Tesla,_Inc.)

*Wikipedia.* (s.f.). Obtenido de [https://es.wikipedia.org/wiki/Tesla\\_Model\\_3](https://es.wikipedia.org/wiki/Tesla_Model_3)

*Wikipedia.* (s.f.). Obtenido de [https://es.wikipedia.org/wiki/Industria\\_automotriz\\_estadounidense\\_en\\_la\\_d%C3%A9cada\\_de\\_1950](https://es.wikipedia.org/wiki/Industria_automotriz_estadounidense_en_la_d%C3%A9cada_de_1950)

Wild, L. A. (2000). *Analysis of Financial Statemnts.*

Xataka. (s.f.). Obtenido de <https://www.xataka.com/automovil/el-97-del-tiempo-tu-coche-esta-aparcado>

Yoppie, D. B. (s.f.). Colar Wars Continue: Coke and Pepsi in 2010. *Harvard Business School*.

Young, E. &. (2011). *Los 10 nuevos riesgos de los negocios*.